

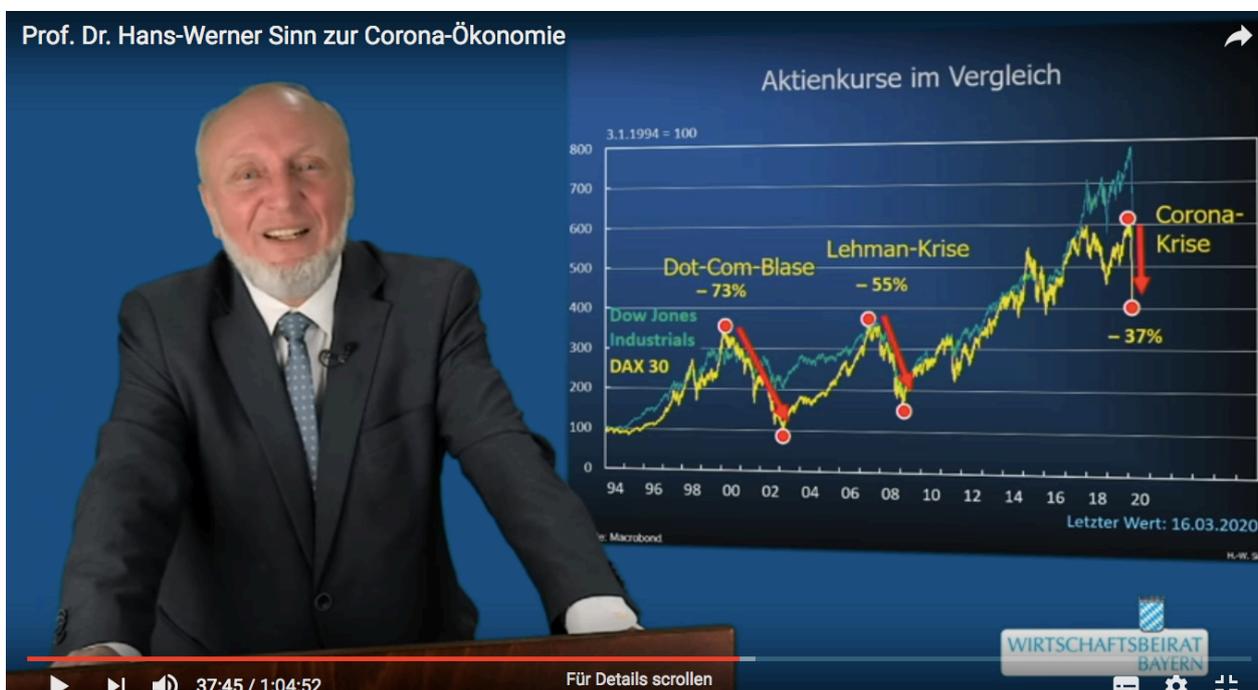
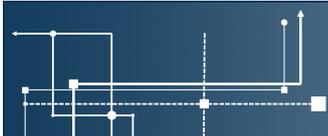
## IFAMD Marktbemerkung 03/2020

- Wie die Idee einer Schattenbörse zwei Probleme der Coronakrise adressiert -

**Im ersten Quartal 2020 hat der Virus SARS CoV 2 eine weltweite Pandemie der grippeähnlichen aber gefährlicheren Krankheit Covid 19 ausgelöst. Um die weitere Verbreitung des Virus einzudämmen, wurde deutschlandweit wie in den meisten europäischen und vielen Ländern weltweit eine Ausgangsbeschränkung verhängt, die das komplette soziale Leben wie auch weite Teile der Wirtschaft zum Erliegen bringt. Die Regierungen rufen Hilfspakete an Liquidität für Bürgschaften und Kredithilfen in nie dagewesenen Dimensionen auf, wofür sich die Staaten verschulden, um der notleidenden Wirtschaft unter die Arme zu greifen. Gleichzeitig bleiben die Börsen geöffnet – das passt nicht zusammen. Aktienkurse sind im freien Fall und lassen kerngesunde Unternehmen zu Übernahmekandidaten werden. Dabei besteht ein logischer Zusammenhang zwischen der adäquaten Allokation jener staatlichen Hilfen und genau diesen, in der Krise gefundenen Aktienkursen.**

Egal wie lange die Pandemie noch dauert, sie wird irgendwann vorbei sein. Was danach bleibt, wird eine geschwächte Wirtschaft sein, die vermutlich lange braucht, um sich wieder zu erholen – aber auch das geht vorbei. So manche Krise wurde in der Vergangenheit schneller überwunden als man zu hoffen wagte. Was nach der Coronakrise am längsten bleiben wird, sind die Umverteilungen der Eigentumsverhältnisse in der Wirtschaft, die derzeit an den Aktienbörsen stattfinden. Das hat mit realem Handel nichts zu tun, denn die Stärke oder Schwäche eines jeden Unternehmens, das da gehandelt wird, lässt sich anhand der tagesaktuellen Situation in der Krise nicht bewerten. Diese Umverteilung kann zum Beispiel die graduelle Verstaatlichung einzelner Unternehmen bedeuten oder die ggf. feindliche Übernahme durch Hedgefonds, deren Hintermänner teilweise gar nicht bekannt sind. Dem kosmopolitischen Ökonomen sträuben sich die Nackenhaare bei Ersterem, dem besorgten Bürger eher bei Zweitem. Mir persönlich übrighens bei Beidem.

Keines der Argumente, die gegen eine Schließung der Börse sprechen – z.B. seien die Börsen auch in Kriegszeiten oder sogar in der Finanzkrise 2008 jeher geöffnet geblieben – lässt sich auf den aktuellen Sonderfall eines landesweiten, selbstverordneten Wirtschaftslockdowns anwenden. Professor Sinn bezeichnet in seinem online verfügbaren Vortrag vom 18.3.2020 ([www.youtube.com/watch?v=Qac5Kk1dKqU](http://www.youtube.com/watch?v=Qac5Kk1dKqU)) den Lockdown als ein „Wirtschaftliches Transaktionsverbot“ und macht den feinen sprachlichen Unterschied zwischen „Liquiditätskrisen“, wie wir sie bisher kannten, und dieser Coronakrise, die erstmals eine „Solvenzkrise“ sei. Wir meinen, eine solche Solvenzkrise liegt vergleichbar vermutlich tatsächlich in Kriegszeiten vor, allerdings nicht schon nach der Kriegserklärung, sondern erst nach der erfolgten Bombardierung.



Prof. Sinn zur tagesaktuellen Situation am 18. März 2020

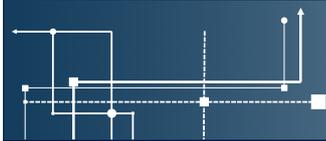
Die beiden größten Argumente gegen Börsenschließung fallen aus unserer Sicht für die Coronakrise in sich zusammen:

- 1) *Die Liquidität, die in der Börse steckt, würde damit eingefroren, was zu großer Ungerechtigkeit den Investoren gegenüber führe, die an ihr Geld kommen müssen.* Mit Verlaub, die Produktion bzw. Produktivität der Unternehmen, die da gehandelt werden sollen, ist schließlich auch eingefroren worden, warum dann nicht auch folgerichtig die Liquidität des Handels *damit*? Vielmehr muss man die Investoren, deren Geld in der Börse steckt, genauso vor sich selbst schützen wie man den Menschen, der sich mit dem Virus anstecken könnte, per Ausgangsbeschränkung vor sich selbst schützt. Wenn der Kapitalmarkt ein Spiegel der realen Wirtschaftswerte sein will, dann muss er auch aussetzen, wenn die Wirtschaft aussetzt.
- 2) *Der außerbörsliche Handel sei intransparent und würde zunehmen. Deshalb sei gerade in Zeiten wie diesen die Börse vorzuziehen, da sie immerhin kontrollierbar ist.* Selbstverständlich muss auch der außerbörsliche Handel mit Unternehmensanteilen in Zeiten wie diesen unterbunden werden. Wir sprechen schließlich nicht über eine Maßnahme der Börse selbst, die sich aussetzt, wenn der Handel zu volatil wird, sondern über temporäre Maßnahmen der Regierung, deren Auswirkungen weit über die Börse hinaus gehen – sie aber nun einmal mit einbeziehen müssen.

Nur die Börse zu schließen und sie ggf. nach mehreren Woche wieder zu öffnen, ist ein etwas naiver Ansatz. Die große Frage ist, wo liegen dann die Startkurse der Aktien, nachdem viel auch unabhängig von Corona in der Zwischenzeit geschehen ist und alle Unternehmen völlig neu zu

Institut für Angewandtes Mechanism Design (IFAMD) GmbH

Saargemünderstraße 22 • 66119 Saarbrücken • Fon: +49 (0) 681 372347 • Fax: +49 (0) 6897 766148 • E-Mail: [info@ifamd.de](mailto:info@ifamd.de)  
Nymphenburgerstraße 4 • 80335 München • Fon: +49 (0) 89 21555467 • Fax: +49 (0) 32 211322206 • E-Mail: [gregor.berz@ifamd.de](mailto:gregor.berz@ifamd.de)  
Geschäftsführer: Dr. Gregor Berz • Amtsgericht Saarbrücken HRB 19153 • UID DE279251995  
VR-Bank Starnberg • KTO 2913488 • BLZ 70093200 • BIC GENODEF1STH • IBAN DE30700932000002913488



bewerten sind. Die letzten Kurse vor Schließung der Börse zu nehmen, würde zu einem riesen Chaos am Eröffnungstag führen. Man kann allerdings auch argumentieren, dass das Chaos an einem Tag immer noch besser sei als ein wochenlanges Chaos mit nicht realistischen und nur von Zockern getriebenen Kursschwankungen – genau das aber beobachten wir in diesen Tagen. Wie es an den Börsen derzeit zugeht und dass das Szenario wochenlang geschlossener Börsen ohnehin durchaus droht, beschreibt Dirk „DAX“ Müller sehr eindrucksvoll in seinem online verfügbaren Interview vom 25. März 2020 ([www.youtube.com/watch?v=eYHeE\\_hwt30](http://www.youtube.com/watch?v=eYHeE_hwt30)).

Als Spieltheoretiker möchte ich hierzu eine pragmatische Lösung vorschlagen, über deren Praktikabilität sich gerne Börsentheoretiker und Politiker weitere Gedanken machen können: Die Börse sollte durchaus geöffnet bleiben, aber vorerst ohne realen Handel abzuwickeln. Solange dieser Zustand des ausgesetzten Handels anhält, werden jeden Tag aufs Neue alle Marktteilnehmer wie gewohnt nach ihren Kauf- und Verkauf- Angeboten auf Basis der tagesaktuellen Informationslage gefragt und es wird für alle Aktien jeweils ein Clearingkurs ermittelt. Die jeweiligen Transaktionen werden jedoch vorerst nicht ausgeführt, sondern über den gesamten Handelstag gesammelt, und stehen jeweils am Abend zur Disposition: Am Ende eines jeden Handelstages entscheidet die Regierung, ob A) der Zustand des ausgesetzten Handels fortgesetzt wird, wobei damit alle Transaktionen des Tages verworfen werden, oder ob B) am nächsten Tag die Börse wieder in ihrer gewohnten Form geöffnet wird. **In diesem Fall werden alle Transaktionen des letzten Handelstages tatsächlich ausgeführt.** Nur damit werden an jedem Tag des ausgesetzten Handels reale Kurse ermittelt, denn der letzte ausgesetzte Tag wird sozusagen rückwirkend doch noch *nicht* ausgesetzt.

Hier darf man „reale Kurse“ nicht mit „realistischen Kursen“ verwechseln. Der wesentliche Sinn dieser zwar in ihrem Effekt ausgesetzten, aber doch real agierenden „Schattenbörse“ ist es, reale Kurse zu generieren, die so, wie wir es heute beobachten, krisenbedingt sehr niedrig liegen werden. Genau weil diese realen Kurse vom realistischen Wert der Unternehmen in einer fiktiven Welt ohne Verbot wirtschaftlicher Transaktionen erheblich abweichen, schlagen wir vor, dass parallel auch Transaktionen bezüglich der Eigentumsanteile an den von Transaktionsverboten der Realwirtschaft betroffenen Unternehmen verboten werden.

Die zweite große Herausforderung der Coronakrise, die sich mit der Schattenbörse meistern lässt, ist die Zuteilung des umfangreichen staatlichen Hilfspakets, das in Form von Bürgschaften und Kredithilfen an die Unternehmen gegeben werden soll. Diese Allokation wird aktuell über das Bankensystem in Form von Kreditzusagen vorgenommen, ein mit Verlaub hinreichend chaotisches und verzerrendes Verfahren. Genau an dieser Stelle aber kann man den Kapitalmarkt, der mit seiner Transparenz reale Kurse ermittelt, wundervoll nutzen. Die Schattenbörse in der oben vorgeschlagenen Form liefert jeden Tag aufs Neue reale Aktienkurse, die als Antwort auf die Frage „Wenn morgen Börseneröffnung wäre, wie viel wäre das Unternehmen wert?“ interpretiert werden können. Die Differenz aus dem Aktienkurs vor Eintritt der Krise (oder vor Schließung der Börse, nachdem man den Moment schon verpasst hat) und dem Tageskurs an der Schattenbörse kann sinnvoll als Verteilungsschlüssel der jeweiligen Tagesrationen an staatlichen Hilfen verwendet werden.

Dr. Gregor Berz  
IFAMD GmbH, 29. März 2020

Institut für Angewandtes Mechanism Design (IFAMD) GmbH

Saargemünderstraße 22 • 66119 Saarbrücken • Fon: +49 (0) 681 372347 • Fax: +49 (0) 6897 766148 • E-Mail: [info@ifamd.de](mailto:info@ifamd.de)  
Nymphenburgerstraße 4 • 80335 München • Fon: +49 (0) 89 21555467 • Fax: +49 (0) 32 211322206 • E-Mail: [gregor.berz@ifamd.de](mailto:gregor.berz@ifamd.de)  
Geschäftsführer: Dr. Gregor Berz • Amtsgericht Saarbrücken HRB 19153 • UID DE279251995  
VR-Bank Starnberg • KTO 2913488 • BLZ 70093200 • BIC GENODEF1STH • IBAN DE30700932000002913488