

M. Chesney • A. Kempf
the value of tradeability
CFR working paper 10-11

Die vergangene Finanzkrise hat den Anlegern ein weiteres Mal vor Augen geführt, wie wichtig die Liquidität von Wertpapieren ist. Für manche Wertpapiere waren in der Krisenzeit die Handelskosten enorm, und für andere Wertpapiere brach der Handel vollständig zusammen. Gerade diese Nicht-Handelbarkeit von Wertpapieren verursachte für viele institutionelle Anleger enorme Schwierigkeiten im Bereich des Risikomanagements. Aber auch in weniger kritischen Zeiten gibt es Situationen, in denen Anleger ihre Anlagen vorübergehend nicht verkaufen können. Man denke nur an Anlagen im Bereich Private Equity oder Venture Capital. Aber selbst bei Aktien sind manche Nebenwerte nicht jederzeit handelbar.

Angesichts der Bedeutung von Nicht-Handelbarkeit ist es erstaunlich, dass sich die Literatur kaum mit diesem Problem beschäftigt hat. Nahezu alle Modelle in der Kapitalmarkttheorie unterstellen, dass Wertpapiere jederzeit gehandelt werden können – auch wenn hierdurch vielleicht Kosten entstehen. In unserem Papier untersuchen wir dagegen den Fall, dass ein Wertpapier vorübergehend nicht gehandelt werden kann. Wir gehen der Frage nach, wie sich die vorübergehende Nicht-Handelbarkeit eines Wertpapiers auf seinen Preis durchschlägt. Intuitiv erwartet man (und das Modell liefert auch dieses Ergebnis), dass der Preis niedriger ist als der Preis eines ansonsten identischen Wertpapiers, das jederzeit gehandelt werden kann. Doch welche Faktoren determinieren die Höhe des Preisabschlags?

Um diese Frage zu beantworten, entwickeln wir ein Modell ausgehend von der (empirisch gestützten) Annahme, dass Aktien nicht immer zu ihrem fairen Preis notieren. Sie können durchaus vorübergehend nach oben oder unten von diesem abweichen, kehren aber früher oder später wieder zum fairen Preis zurück. Wenn eine Aktie jederzeit handelbar ist, kann ein Anleger diese temporäre Fehlbewertung ausnutzen. Anderenfalls entgeht ihm diese Gewinnchance. Damit die nicht handelbare Aktie für den Anleger attraktiv ist, muss sie niedriger notieren als die handelbare Aktie – und zwar genau um so viel, dass er für die entgehende Gewinnchance kompensiert wird. Mit diesem Kalkül können wir den Preisabschlag aufgrund der Nicht-Handelbarkeit und dessen Determinanten ermitteln.

Wir erhalten in unserem Modell die folgenden Ergebnisse: Der Preisabschlag ist umso größer, je höher die Bewertungseffizienz des Marktes ist. Handelbarkeit ist also in hoch entwickelten Märkten besonders wichtig. Unsicherheit führt zu höheren Preisabschlägen aufgrund von Nicht-Handelbarkeit – und zwar unabhängig davon, ob die Unsicherheit aus neuen Informationen über den fairen Wert der Aktie resultiert oder aus Noise-Tradern. Je stärker sich zwei Aktien in Bezug auf ihre Handelsmöglichkeiten unterscheiden, desto stärker unterscheiden sie sich auch bezüglich des Preises: Je länger die illiquide Aktie nicht gehandelt werden kann und je häufiger die liquide Aktie in diesem Zeitraum gehandelt werden kann, desto größer ist der Preisabschlag der illiquiden Aktie.