

Adrian Hunger

## **IPO-Underpricing und die Besonderheiten des Neuen Marktes.**

Eine ökonomische Analyse börsenrechtlicher Marktsegmentierung

**Lang-Verlag**, Frankfurt am Main; Berlin, Bruxelles; New York; Oxford; Wien, **2001**  
(Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft; Bd. 2754)  
**ISBN 3-631-37805-X**

Mit einem Vorwort von  
Prof. Dr. Hans-Bernd Schäfer, 233  
Seiten, 23 Tabellen, 20 Graphiken

Europäische Hochschulschriften



Adrian Hunger

### **IPO-Underpricing und die Besonderheiten des Neuen Marktes**

Eine ökonomische Analyse  
börsenrechtlicher Marktsegmentierung



PETER LANG

### **Inhaltsverzeichnis**

Tabellenverzeichnis .....	12
Abbildungsverzeichnis.....	13
Abkürzungsverzeichnis.....	14
Symbolverzeichnis.....	15
<b>Einleitung .....</b>	<b>17</b>
<b>1. Grundlagen für die Beurteilung von Initial Public Offerings .....</b>	<b>19</b>
<b>und ihr Underpricing</b>	
<b>1.1. Stilisierte Fakten des Underpricing .....</b>	<b>19</b>
1.1.1. Konkretisierung der Fragestellung .....	19
1.1.2. Die weitere Vorgehensweise.....	6
1.1.3. Definitionen und Abgrenzungen .....	8
1.1.4. Markteffizienz und allokativer Effizienz.....	12
1.1.5. Angewandte analytische Methoden .....	18
1.1.6. Der Umfang des Underpricing .....	26
1.1.6.1. Nationale Studien .....	26
1.1.6.2. Internationale Studien.....	30

<b>1.2. Die Organisation des Primärmarktes und seine Implikationen.....</b>	<b>34</b>
<b>    für Initial Public Offerings</b>	
1.2.1. Die Gestaltung des deutschen Primärmarktes im Überblick.....	35
1.2.1.1. Horizontale und vertikale Segmentierung.....	35
1.2.1.2. Zulassungs- und Verkaufsvoraussetzungen.....	42
1.2.1.3. Emissionsfolgepflichten der Emittenten.....	50
1.2.1.4. Der Neue Markt.....	53
1.2.2. Die internationalen Primärmärkte.....	56
1.2.2.1. Europäische Märkte.....	57
1.2.2.2. Vereinigte Staaten von Amerika.....	59
1.2.2.3. Japan.....	61
1.2.3. Verfahren zur Börseneinführung von Aktien.....	63
1.2.3.1. Emissionsverfahren.....	65
1.2.3.2. Plazierungsverfahren.....	66
1.2.4. Die Wahl des Marktsegments aus Sicht des Emittenten.....	70
1.2.4.1. Gründe für einen Börsengang.....	73
1.2.4.2. Die Kosten eines Börsenganges.....	74
1.2.4.3. Das optimale Marktsegment.....	76
<b>2. Darstellung und Beurteilung konventioneller Erklärungsansätze.....</b>	<b>77</b>
<b>    für Underpricing</b>	
<b>    2.1. Gleichgewichtsgeleitete Erklärungsansätze.....</b>	<b>80</b>
2.1.1. Das Gleichgewichtsmodell von <i>Rock</i> .....	80
2.1.2. Signalling-Thesen.....	86
2.1.3. Reputation der Emissionshäuser.....	90
<b>    2.2. Ad-hoc-Erklärungsansätze.....</b>	<b>96</b>
2.2.1. Monopolstellung der Banken.....	96
2.2.2. Versicherung gegen Prospekthaftung.....	99
2.2.3. Speculative-Bubble.....	102
2.2.4. Kurspflege durch Emissionshäuser.....	105
<b>3. Eine empirische Untersuchung deutscher Initial Public Offerings.....</b>	<b>109</b>
<b>    der Jahre 1997-1999</b>	
<b>    3.1. Analytische Vorbemerkungen.....</b>	<b>110</b>
3.1.1. Zeitliche und sachliche Abgrenzung der Analyse.....	110
3.1.2. Angewandte Methodik.....	114
<b>    3.2. Das Kursverhalten deutscher IPO's.....</b>	<b>122</b>
3.2.1. Die empirischen Ergebnisse.....	122
3.2.2. Die Besonderheit des Neuen Marktes.....	133
<b>4. Ursachen für Underpricing in Deutschland aus konventioneller.....</b>	<b>137</b>
<b>    und rechtsökonomischer Sicht</b>	
<b>    4.1. Ökonometrische Vorgehensweise der Untersuchung.....</b>	<b>138</b>
<b>    4.2. Die Relevanz der konventionellen Erklärungsansätze.....</b>	<b>138</b>
4.2.1. Das Gleichgewichtsmodell von <i>Rock</i> .....	139
4.2.2. Signalling-Thesen.....	146
4.2.3. Reputation der Emissionshäuser.....	149
4.2.4. Monopolstellung der Banken.....	154
4.2.5. Versicherung gegen Prospekthaftung.....	160
4.2.6. Speculative-Bubble.....	163
4.2.7. Kurspflege durch Emissionshäuser.....	164
4.2.8. Fazit aus den konventionellen Erklärungsmodellen.....	169

<b>4.3. Rechtsökonomische Aspekte zur Begutachtung</b> .....	173
<b>des Underpricing</b>	
4.3.1. Die Bedeutung der Marktsegmentierung für Underpricing.....	175
4.3.1.1. Das Paradoxon des Neuen Marktes .....	175
4.3.1.2. Die Wahl des optimalen Marktsegments.....	181
4.3.1.3. Underpricing als Folge einer Marktsegmentierung ? .....	186
4.3.2. Die Effizienz segmentierter Märkte .....	189
4.3.2.1. Die Perspektive der Marktbetreiber.....	189
4.3.2.2. Die Sicht der Emittenten .....	194
4.3.2.3. Die Notwendigkeit segmentierter Märkte .....	198
4.3.3. Kritische Würdigung.....	203
4.3.3.1. Pro und Kontra im Überblick .....	203
4.3.3.2. Internationale Betrachtung und Ausblick .....	207
<b>Résumé</b> .....	209
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	211

## Einleitung

Die Anzahl von Aktien-Erstemissionen hat in den letzten Jahren so stark zugenommen, wie nie zuvor. So gingen in den letzten drei Jahren (1997 bis 1999) mit 270 Aktiengesellschaften doppelt so viele Unternehmen an die Börse, wie in den acht vergangenen Jahren zuvor.<sup>1</sup> Das durch den Börsengang dieser letzten drei Jahre aufgenommene Emissionsvolumen betrug insgesamt ca. 18 Mrd. Euro<sup>2</sup> und verdeutlicht, wie populär die Eigenkapitalbeschaffung über die Börse geworden ist. Das „Going Public“ ist eine oft genutzte Form der Unternehmensfinanzierung geworden – auch und gerade für kleinere und mittlere Unternehmen. Ob der Börsengang der Deutschen Telekom AG im Herbst 1996, die „Erfolgsstory“ des Neuen Marktes oder zahlreiche weitere Gründe für diese Entwicklung sprechen, mag dahingestellt sein, denn vor dem Hintergrund der immer wieder beklagten mangelnden Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen, ist diese Entwicklung überaus erfreulich.

Doch geraten durch die Vielzahl der Erstemissionen auch andere Aspekte in den Vordergrund, die zu einem Kernproblem der Kapitalmarkttheorie führen. Denn wird das gesamte Emissionsvolumen der letzten drei Jahre in Höhe von 18 Mrd. Euro nicht zum Emissionspreis bewertet, sondern mit dem ersten Sekundärmarktpreis, so liegt die Marktkapitalisierung der neu emittierten Aktien bei ca. 22 Mrd. Euro.<sup>3</sup>

Aus Sicht der Kapitalanleger mag diese Differenz positiv bewertet werden, stellt sie doch eine beachtliche Rendite innerhalb weniger Tage dar. Doch aus Sicht der Emittenten kann hinterfragt werden, ob nicht der Emissionspreis zu niedrig angesetzt wurde, wodurch ein beachtliches Emissionsvolumen nicht aktiviert werden konnte und bestimmte Investitionen

---

<sup>1</sup> Deutsche Börse AG, Historical Statistics, Januar 2000

<sup>2</sup> Ebenda

<sup>3</sup> Eigene Berechnungen; vgl. Ausführungen zu der empirischen Untersuchung in Teil 3.

nicht durchgeführt werden können. Wirtschaftspolitisch betrachtet könnten solche Investitionsunterlassungen aufgrund eines „zu niedrigen“ Emissionspreises mit einer Fehlallokation des Kapitals gleichgesetzt werden, wenn der Emissionspreis tatsächlich nicht dem „fairen Wert“ entspricht.

Für dieses Underpricing-Phänomen gibt es viele Erklärungen und auch eine Vielzahl von Studien, die aber in erster Linie mikroökonomisch-theoretischer Natur sind. Nur wenige betrachten auch die institutionellen Rahmenbedingungen, welche aber eine bedeutende Rolle bezüglich der Höhe des Underpricing spielen können.

Denn von den 270 Neuemissionen der letzten drei Jahre wurden ca.  $\frac{2}{3}$  im *Neuen Markt* emittiert,<sup>4</sup> ein privatrechtlich organisiertes Börsensegment der Deutschen Börse AG, welches am 10. März 1997 die bis dato bestehenden drei Börsensegmente ergänzte. Vor diesem Hintergrund kann insbesondere die Frage gestellt werden, welche Rolle der Neue Markt in bezug auf das Underpricing bei Neuemissionen spielt, bzw. welche Auswirkungen im allgemeinen eine vertikale Segmentierung von Börsenmärkten auf die Kapitalallokation am Primärmarkt für Aktien hat. Diese Gedanken stehen vor dem Hintergrund der Ergebnisse der eigenen empirischen Untersuchung über das Underpricing in Deutschland der Jahre 1997 bis 1999, die eine mittlere Zeichnungsrendite in Höhe von 43,70 v.H. ermittelt. Viel interessanter ist aber, um das Ergebnis an dieser Stelle bereits vorwegzunehmen, daß die Höhe des Underpricing im amtlichen Handel lediglich 12,05 v.H. betrug, während sie im Neuen Markt bei 55,66 v.H. lag.

Sofern also tatsächlich eine suboptimale Kapitalallokation am Primärmarkt vorliegt, ist es aus ökonomischer Sicht zwingend, nach ihren Gründen zu forschen. Dieses ist Gegenstand der vorliegenden Arbeit, welche ihren Schwerpunkt auf die vertikale Segmentierung des Primärmarktes legt.

Der erste Teil liefert dabei die Grundlagen, welche für die Beurteilung von Initial Public Offerings und ihr Underpricing notwendig sind. Neben der Darstellung von Fakten zum Underpricing werden auch die Primärmärkte im einzelnen vorgestellt. Der zweite Teil diskutiert systematisch bislang bestehende Erklärungsansätze für das Vorliegen von Underpricing und setzt sie in einen logischen Kontext zu den im ersten Teil erarbeiteten Rahmenbedingungen der Primärmärkte. Im dritten Teil folgt eine eigene empirische Untersuchung aller Initial Public Offerings der vergangenen drei Jahre und eine dezidierte Betrachtung der gewonnenen Ergebnisse. Diese werden im vierten Teil der Arbeit diskutiert, wobei zunächst überprüft wird, ob anhand der bestehenden, konventionellen Erklärungsansätze das Underpricing in Deutschland erklärt werden kann. Anschließend folgt die Einbeziehung rechtsökonomischer Gedanken in die bislang erarbeiteten Ergebnisse, wodurch insbesondere die vertikale Segmentierung des Primärmarktes hinterfragt wird.

---

<sup>4</sup> Deutsche Börse AG, Historical Statistics

## Résumé

Die vorliegende Studie lieferte einen weiteren Beitrag zum weltweiten Underpricing-Phänomen. Es wurde nicht nur anhand einer empirischen Studie deutscher Initial Public Offerings der Jahre 1997 bis 1999 bestätigt, daß Underpricing auch in Deutschland vorkommt, es wurden hierüber hinaus zwei besondere Ergebnisse ermittelt. Zum einen lag in der betrachteten Periode die Höhe des Underpricing mit 43,70 v.H. weit über vergleichbaren, älteren Studien, denen bislang ein Underpricing in Höhe von um die 20 v.H. entnommen werden konnte. Zum anderen wurde erstmalig festgestellt, daß die Höhe des Underpricing in den jeweiligen Börsensegmenten des deutschen Kapitalmarktes unterschiedlich hoch ist und stark von einander abweicht. Dieses Phänomen ließ sich mit konventionellen Erklärungsansätzen nicht begründen, weshalb ein stärkeres Augenmerk auf institutionelle Aspekte des Primärmarktes gelegt wurde. Das überraschende Ergebnis dieser Studie mündet in dem Phänomen des Neuen Marktes, welches als privatrechtlich organisiertes Börsensegment der Deutschen Börse AG das weitaus höchste Underpricing aufwies, obwohl dieses Segment bedeutend höhere Zulassungsvoraussetzungen, Publizitäts- und Emissionsfolgepflichten für die Emittenten aufweist, als alle anderen Segmente, die von dem Gesetzgeber vorgezeichnet sind.

Vor dem Hintergrund, daß sich die jeweiligen Börsensegmente aufgrund ihrer Zulassungsvoraussetzungen qualitativ voneinander unterscheiden, wurde die Vermutung geäußert, daß die Emittenten individuell die Markt Reputation eines Börsensegmentes bewerten und in Relation zu einem „Benchmark-Segment“ stellen. Hieraus könnte das Underpricing resultieren, da die Emittenten bei einer Notierung unterhalb des Benchmark-Segments dem Investor einen Reputationsabschlag auf den Fair-Value anbieten, um ihn für die qualitativ mindere Notierung zu entschädigen.

Aufgrund dieser aufgestellten These wurde die vertikal Segmentierung, die rechtlich durch das deutsche Börsengesetz vorgegeben ist, in Frage gestellt. Eine Analyse zur Notwendigkeit der Segmentierung führte zu dem Ergebnis, daß eine Aufhebung der Segmentierung die Verfahrenseffizienz und den Anlegerschutz nicht negativ tangiert, die Informationseffizienz des Primärmarktes jedoch positiv verändert, da Underpricing auf ein ökonomisch relevantes Mindestmaß reduziert werden könnte. Eine allokativen Betrachtung kommt entsprechend zu dem Schluß, daß eine Integration der Segmente einem vertikal segmentierten Handelsmarkt vorzuziehen ist.

Die Analyse hat aber auch gezeigt, daß den Emittenten durchaus Alternativen gegeben sind, die Höhe des Underpricing zu ihren Gunsten zu reduzieren, auch wenn hierdurch nicht die first-best solution erreicht werden kann, wenn Underpricing auf die Reputation der Märkte zurückzuführen ist. Aus diesem Grunde sind weitere Analysen notwendig, Underpricing in einen stärkeren Kontext institutioneller Aspekte zu stellen und auch andere vertikal segmentierte Kapitalmärkte hinsichtlich eines segmentspezifischen Underpricing zu untersuchen. Auch wenn mit dieser Studie ein weiterer Hinweis auf eine mögliche Ursache des Underpricing gegeben wurde, scheint das Puzzle noch nicht gelöst zu sein.

Ende