

Geleitwort

Das Neu-Emissionsgeschehen (Initial Public Offerings, IPOs) am deutschen Aktienmarkt vor, während und nach dem Aktien-Hype (dot-com-Boom), also zwischen 1997 und 2001, ist bislang erstaunlich wenig untersucht worden. Zwar gibt es einzelne Studien, diese analysieren aber traditionell eher die aus dem Verhältnis von Emittent und Underwritern (Konsortialbanken) resultierenden Aspekte oder sie rekurren auf deutlich früher liegende Zeitabschnitte.

Interessanterweise fehlt dagegen eine Analyse, die sich zusätzlich intensiv mit der Nachfrageseite einerseits und der Wirkung des Verhaltens der Underwriter im Handel am Sekundärmarkt andererseits beschäftigt. Hierzu gehört insbesondere auch,

- die Festsetzung der Breite der Preisspanne,
- die Dauer der Zeichnungsfrist und
- die Wahl des Marktsegmentes als Qualitäts- und Risikosignale sowie
- die Nutzung der Zuteilung zusätzlicher Aktien (sog. Greenshoe) nach der Erstnotierung im Primärmarkt bzw. die Kurspflege

einzubeziehen und dabei auch die Möglichkeit von IPO-Zyklen zu berücksichtigen. Es mangelt an einem eher ganzheitlichen Untersuchungsansatz, der sowohl traditionelle Variable der IPO-Literatur, wie z.B. das Alter oder die Größe eines Unternehmens, beachtet, als auch die Faktoren des Handels im Sekundärmarkt, insbes. die Bedeutung des Investor Sentiment, und die Wechselwirkung von Marktbewertung (Underpricing) und Emissionstätigkeit (Zyklen?) berücksichtigt.

Neue bzw. erstmalige Erkenntnisse in diesem für Wissenschaft und Praxis gleichermaßen wesentlichen Bereich würden über den deutschen Markt hinaus Bedeutung haben: Mehr als nur ein Anlass für eine Forschungsarbeit im Range einer Dissertation.

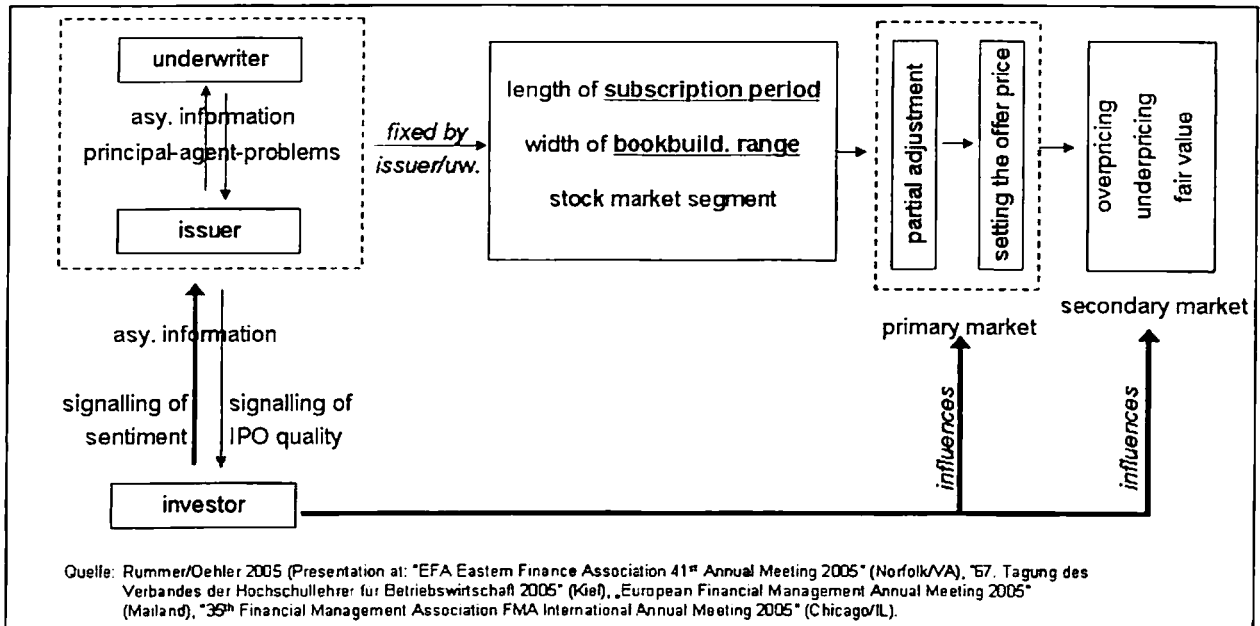
Ausgehend von ersten Untersuchungen in der ersten Hälfte der 1970er Jahre beschäftigt sich eine ständig wachsende Zahl von Studien mit dem Phänomen eines regelmäßigen und starken Anstiegs der (ersten) Notierung am Sekundärmarkt im Vergleich zum Angebots- oder Emissionspreis im Primärmarkt für Erstemissionen (Initial Public Offerings, IPOs; vgl. die frühen Analysen von Stoll/Curley (1970), Logue

(1973), Reilly (1973), Ibbotson (1975)). Aus der Perspektive des Emittenten wird diese Differenz als *Underpricing* bezeichnet, da der Eindruck entsteht, mit der Erstemission hätte ein größerer Betrag erzielt werden können. Inzwischen wurde das *Underpricing* für zahlreiche Länder und Wirtschaftsregionen festgestellt und viele verschiedene Erklärungsansätze erörtert (für einen umfassenden Überblick vgl. z.B. Ritter (1998 und 2003), Brounen/Eichholtz (2002)).

Die empirischen Beobachtungen unter anderem zum Aktien-Hype bzw. zum dot-com-Boom im ausgehenden letzten Jahrtausend, insbesondere die zeitlichen Muster in der Erstemissionsaktivität und dem *Underpricing*, sowie die kaum ausreichende alleinige Erklärungskraft älterer, traditioneller Erklärungsansätze zum IPO-*Underpricing* (Agency-Problematik; Ex-ante-Uncertainty) regen dazu an, eine Zweiteilung der determinierenden Variablen zu überlegen. Auf der einen Seite spielt der in der Forschung bereits recht intensiv berücksichtigte Komplex der asymmetrischen Information zwischen Emittent (Prinzipal) und Underwritern (Konsortialbanken; Agenten) einschließlich der Bewertungsprobleme und der Fixierung des Emissionspreises eine Rolle wie er sich auch in den jüngsten IPOs am deutschen Markt gezeigt hat. Auf der anderen Seite gibt es eine ganze Gruppe von Determinanten, die als Gemeinsamkeit einen deutlichen Bezug zum Handelsgeschehen am Sekundärmarkt, zur Allokation der emittierten Stücke und zur Nachfragestimmung potentieller Investoren aufweisen (u.a. das Phänomen von Marktzyklen oder Hot Markets).

Aus einer Analyse des Standes der Literatur lässt sich ableiten, dass eine Berücksichtigung beider Erklärungskomponenten, also der Auswirkung des Emittent-Underwriter-Verhältnisses (Signale zur Qualität und Riskanz des IPOs) einerseits und des Investor Sentiment andererseits, in einer Studie sinnvoll erscheint, um die jeweilige Relevanz der Erklärungsvariablen in einem Ansatz zu prüfen. Eine solche Vorgehensweise liegt gegenwärtig nicht vor, auch nicht für die jüngste IPO-Periode am deutschen Markt. Vielmehr dominieren Einzelansätze oder eher traditionelle Analysen (deutscher Markt; vgl. z.B. Kiss/Stehle (2002)) oder nur Studien für frühere Zeiträume (vgl. z.B. Erhardt/Stehle (1999), Wasserfallen/Wittleder (1994), Ljungqvist (1997)). Ausgehend von dieser Problemlage erscheint es erforderlich, in der gebotenen Kürze einen Gesamtüberblick über wesentliche verwandte Untersuchungen zu geben, bevor auf die konkrete Zielstellung und Schwerpunktsetzung der Dissertation von Herrn Rummer Bezug genommen wird. Der bereits einschlägig informierte Leser

möge die nachfolgenden ca. drei Seiten überspringen. Die nachstehende Abbildung verdeutlicht die Zusammenhänge grafisch.



Ritter und Welch (2002) fassen die zentralen Aspekte der traditionellen Vorgehensweise zur Untersuchung und Erklärung des Underpricing wie folgt zusammen: "... the solution to the underpricing puzzle has to lie in focusing on the setting of the offer price, where the normal interplay of supply and demand is suppressed by the underwriter." Die so genannte Ex-ante-Uncertainty oder Ungewissheit aus asymmetrischer Information resultiert – unter Annahme harmonischer Beziehungen zwischen Emittent und Underwritern – aus der Tatsache, dass beide besser informiert sind als die Investoren. Es resultieren die bekannten Probleme der adversen Selektion bzw. der Informationssignale: Emittenten hoher Qualität können es sich eher erlauben, einen niedrigeren Emissionspreis zu erzielen, d.h., auf einen Teil des potentiellen Zahlungsstroms zu verzichten, weil sie auf die zukünftige Emissionstätigkeit und ein entsprechendes Analysten-Coverage vertrauen können (Welch (1989), Chemmanur (1993)). Dies gilt allerdings nur für das IPO-Projekt, für die Nachfrage gilt die umgekehrte Asymmetrie, die u.a. ein Platzierungsproblem für Emittent/Underwriter bedingt. Wird von der eher realistischen Annahme unterschiedlich informierter Akteure ausgegangen, so ist die Winners-curse-Problematik (vgl. Rock (1986), Koh/Walter (1989)) oder das Problem einer (negativen) Informationskaskade zu befürchten (vgl. Welch (1992), Amihud/Hauser/Kirsh (2003)).

Zu den eher traditionellen Erklärungsansätzen des Underpricing können auch Überlegungen gerechnet werden, die die Informationsgenerierung während des Bookbuilding

zum Gegenstand haben, d.h., insbesondere die Aufdeckung von Information während der Road show (vgl. Benveniste/Spindt (1989), Benveniste/Wilhelm (1990), Spatt/Srivastava (1991)) oder der Orderabgabe (Hanley (1993), Lee/Taylor/Walter (1999), Cornelli/Goldreich (2001, 2002)). Ritter/Welch (2002) weisen aber zu Recht nach, dass solche Überlegungen genauso wenig das Ausmaß des Underpricing erklären können wie etwa weitere Ansätze zur Berücksichtigung von Going-public-Kosten und ähnliches mehr.

Mit der zweiten Gruppe von Determinanten, die eher Nachfrage- oder Investorenorientierung aufweisen und sich ausdrücklich auch mit dem Marktgeschehen am Sekundärmarkt auseinandersetzen, beschäftigt sich zumeist die neuere Forschung zu IPOs in dem Bewusstsein einer Bounded rationality und unter dem Eindruck, dass die Häufigkeit, die Regelmäßigkeit und das Ausmaß des Underpricing mit den eher traditionellen Ansätzen kaum erklärt werden kann.

- Die Untersuchung von Krigman/Shaw/Womack (1999) zeigt eine positive Korrelation zwischen dem Ausmaß des Underpricing einerseits und dem Handelsgeschehen am Sekundärmarkt andererseits. Das Handelsvolumen ist um so höher, je größer das Underpricing ausfällt (vgl. auch Ellis/Michaely/O'Hara (2000), Boehmer/Fishe (2001)).
- Loughran und Ritter (2002) heben die Annahme der Harmonie zwischen Emittent und Underwritern auf und untersuchen unter Rückgriff auf die Prospect theory von Kahneman und Tversky das Phänomen, dass Emittenten im Wege des Underpricing auf einen Teil des potentiellen Zahlungsstroms verzichten. Sie leiten u.a. ab, dass allein die Tatsache, dass grundsätzlich ein höherer Finanzierungsbeitrag als erwartet aus einem IPO erzielt werden kann, die Sensitivität des Emittenten hinsichtlich einer weiteren Steigerung desselben reduziert (vgl. zu einem solchen konfliktären Verhältnis auch Biais/Faugeron (2002), Loughran/Ritter (2002), Klein/Zoeller (2003)). Andererseits zeigen weitere Studien, dass Underwriter selbst auch in einem boomenden Markt nur einer teilweisen Anpassung des Angebotspreises nach oben zustimmen (Partial adjustment), u.a. wohl deswegen, weil sie unterschiedliche Auffassungen zwischen rationalen und eher stimmungsgeliteten bzw. beschränkt rationalen Investoren erwarten (vgl. Bradley/Jordan (2002), Lowry/Schwert (2002), Ljungqvist/Nanda/Singh (2003)).

- Ein schon relativ früh begonnener Forschungszweig, der mit dem vergangenen IPO-Boom verstärkt beachtet worden ist, widmet sich der zyklischen Komponente im IPO-Geschehen in Verbindung mit Investorenklima und Investorenstimmung. So dokumentiert Ritter (1984, 1991 und 1998), dass das Underpricing zyklisch besonders in Perioden hoher IPO-Aktivität hoch ausfällt (Hot-issue markets), ein Zusammenhang, den auch schon Ibbotson/Jaffe (1975) erwähnen. Solche Ergebnisse gibt es inzwischen für verschiedene Länder. Die Erklärung wird u.a. darin gesehen, dass überoptimistische Investoren und Analysten riskanteren Unternehmen mit ihrer Stimmung signalisieren, das „Window of Opportunity“ zu ergreifen und zu emittieren (vgl. auch Brailsford et al. (2000), Ljungqvist/Nanda / Singh (2003)). Diese Ergebnisse passen zu solchen von Loughran/Ritter/Rydqvist (1994), dass Emittenten bzw. Underwriter das Timing von IPOs bewusst in Phasen euphorischer Investorenstimmung wählen (vgl. auch Lee/Shleifer/Thaler (1991)).
- Die Studie von Helwege/Liang (2002) ergänzt diese Befunde dahingehend, dass weniger technologische Innovationen als vor allem primär ein ausgeprägter Optimismus der Investoren Hot markets treibt (vgl. auch Lerner (1994), Loughran/Ritter (1995)). Darüber hinaus existiert ein Zusammenhang zum Phänomen des Positive-Feedback-Trading in der Form, dass insgesamt die Höhe der Erstnotierungen von IPOs höher ausfallen, wenn solche vorhergehender Emissionen steigen oder auch der Gesamtmarkt steigt (vgl. Rajan/Servaes (2002), Lowry/Schwert (2002)).
- Ein weiterer Ansatz beschäftigt sich mit der Frage des Einflusses der Underwriter nicht nur im Primärmarkt (Preisermittlung; Zuteilung), sondern direkt im Sekundärmarkt. In der Regel verfügen die Underwriter über das Recht, weitere Stücke zu emittieren, wenn sie die (Nachfrage-) Notwendigkeit sehen, die so genannte Greenshoe-Option (genannt nach dem Unternehmen, bei dem dies zum ersten Mal genutzt worden ist). Auf der anderen Seite übernehmen die Underwriter die Verpflichtung oder sie handeln im Eigeninteresse (Reputation), wenn sie kursstützende Maßnahmen betreiben. In beiden Fällen wird das Ausmaß des Underpricing beeinflusst (vgl. Ellis/Michaely/O'Hara (2002), Aggarwal (2000)). Auch in diesem Kontext ist die Reputation der Underwriter eine weitere Determinante. Entgegen einer ersten Vermutung und auch früheren Untersuchungen für die 1980er Jahre (vgl. Beatty/Ritter (1986), Carter/Manaster (1990), Carter/Dark/Singh (1998)), dass eine höhere Reputation der Underwriter zu einem geringeren Underpricing führt,

zeigen stattdessen neuere Studien, dass im Hot market des ausgehenden letzten Jahrtausends eine positive Korrelation zwischen der Reputation und dem Ausmaß des Underpricing zu beobachten ist (vgl. Benveniste et al. (2003), Loughran/Ritter (2003); für die 1990er Jahre: Beatty/Welch (1996)).

Aus einer Analyse des Standes der Literatur lässt sich ableiten, dass eine Berücksichtigung beider Erklärungskomponenten, also der Auswirkung des Emittent-Underwriter-Verhältnisses (Signale zur Qualität und Riskanz des IPOs) einerseits und des Investor Sentiment andererseits, in einer Studie sinnvoll erscheint, um die jeweilige Relevanz der Erklärungsvariablen in einem Ansatz zu prüfen. Eine solche Vorgehensweise liegt gegenwärtig nicht vor, auch nicht für die jüngste IPO-Periode am deutschen Markt. Vielmehr dominieren Einzelansätze oder eher traditionelle Analysen (deutscher Markt; vgl. z. B. Kiss/Stehle (2002)) oder nur Studien für frühere Zeiträume (vgl. z. B. Erhardt/Stehle (1999), Wasserfallen/Wittleder (1994), Ljungqvist (1997); vgl. auch Aggarwal/Leal (1998), Löffler (2000), Sapusek (2000), Stehle/Erhardt/Przyborowsky (2000), Hunger (2003), Burghof/Hunger (2004)). Ausgehend von dieser Grundproblematik ergeben sich die folgenden forschungsleitenden Fragen und Zielstellungen.

- Im Anschluss an den Aufbau eines adäquaten Datenbestandes ist die Durchführung einer umfassenden deskriptiven Analyse zu den relevanten Determinantengruppen notwendig: Relevanz der Branche und des Unternehmensalters einerseits und der Bookbuilding-Aktivität und der Segmentwahl andererseits im Zusammenhang mit der Signalisierung von Qualität und Riskanz als Ausdruck der Asymmetrie zwischen Emittent/Underwritern auf der einen und den Investoren auf der anderen Seite.
- Ergänzung dieser Überlegungen um eine detailliertere Analyse des Preisanpassungsprozesses im Primärmarkt (Partial adjustment) und sein Zusammenhang zum Handelsgeschehen im Sekundärmarkt.
- Untersuchung der Marktzyklik der IPO-Aktivität, insbesondere Untersuchung der potentiellen Lead-lag-Beziehung zwischen (dem Ausmaß des) Underpricing und der Anzahl der Erstemissionen (Lowry/Schwert (2002)).
- Fortführung solcher Analysen mit dem Fokus auf den Zusammenhang zwischen dem Underpricing und der Größe bzw. dem Volumen der IPOs.

- Ergänzung um Lösungsansätze zum Saisonalitäten-Puzzle („Januar-Effekt“) im deutschen Markt.
- Einfluss der Underwriter auf den Sekundärmarkt in Gestalt der Ausübung der Greenshoe-Option und der Kurspflege (Price support; Ruud (1993)) und die Rückkoppelung zum Nachfrageverhalten bzw. zum Investor Sentiment.
- Ergänzung um eine differenzierte Analyse zur Frage der Effektivität solcher Underwriter-Aktivitäten und zur Problematik, inwieweit die Investoren („der Markt“) frühzeitig nicht lohnende IPOs erkennen und „abstrafen“ (Aggarwal (2000)).
- Zusammenfassung aller relevanten Variablen beider Determinantengruppen (Ex-ante Uncertainty und Investor Sentiment) in gemeinsamen Analysen, um die jeweilige relative Bedeutung für das Underpricing abzuschätzen.
- Darüber hinaus ist zu betonen, dass die Erkenntnisse aus einem so umfassend angelegten Projekt zur IPO-Aktivität am deutschen Markt börsen- und wirtschaftspolitische Implikationen birgt. Ausgehend von der grundlegenden Beobachtung einer ausgesprochen trägen IPO-Aktivität in Deutschland nach dem Aktien-Hype im Vergleich zu anderen Industrienationen könnte z. B. aufgrund der Sentiment-Indikatoren abzuleiten sein, inwiefern eine nachhaltige und gleichzeitig weniger volatile Stimmung der Investoren für die so dringend für die Finanzierung wirtschaftlicher Aktivitäten notwendigen Börsengänge erreicht werden kann.

Aufbauend auf diesen Überlegungen der Forschung des Gutachters fokussiert die Arbeit von Herrn Rummer auf vier mit dem Gutachter abgesprochene zentrale Fragestellungen, die zu Beginn der Arbeit in Kapitel 1.1 dargelegt und motiviert sowie in Kapitel 1.2 ausführlich begründet werden:

- (1) Untersuchung zur Existenz eines Hot-issue-Marktes sowie des Underpricings und der Emissionstätigkeit im Zeitablauf.
- (2) Untersuchung der Existenz von Unterstützungskäufen und deren Einfluss auf die Höhe des Underpricings.
- (3) Untersuchung des Emissionspreisfindungsprozesses unter besonderer Berücksichtigung der Stimmungsinvestoren.
- (4) Untersuchung des Underpricing-Phänomens im Hinblick auf das Erklärungspotential von Ex-ante-Unsicherheit und Stimmungsinvestoren.

Die Gesamtzielsetzung der Arbeit wird über deren Titel hinaus von Herrn Rummer wie folgt heraus gestellt: „Ziel dieser Arbeit ist – aufbauend auf den bisherigen vor allem US-amerikanischen Studien – eine erstmalige ökonomische Analyse der sich diametral gegenüberstehenden Erklärungsansätze auf Basis von ex-ante-Unsicherheit und auf Basis von Stimmungsinvestoren zu liefern.“

Nach Absprache mit dem Gutachter wird dabei bewusst nicht versucht, ein „Weltmodell“ der Eigenfinanzierung von Unternehmen oder der Funktion und des Funktionierens von Aktienmärkten zu bauen, sondern sehr viel realistischer angestrebt,

- eine „... Analyse der zur Erklärung des Underpricing-Phänomens vorgeschlagenen, sich diametral gegenüberstehenden Erklärungsansätze ... für den deutschen Kapitalmarkt ...“ durchzuführen und
- zusätzlich den „... Einfluss der Stimmungsinvestoren zum einen auf Emissionstätigkeit und Underpricing im Zeitablauf und zum anderen auf den Preisbildungsprozess näher ...“ zu beleuchten sowie
- „... eine Analyse des Einflusses preisstabilisierender Maßnahmen auf die Emissionsrendite ...“ vorzunehmen.

Die vorliegende Arbeit ist damit grundsätzlich im Forschungsgebiet der empirischen Unternehmensfinanzierung und der empirischen Finanzmarktforschung angesiedelt. Sie legt ihren Schwerpunkt auf die eher ganzheitliche Perspektive der Zusammenführung verschiedener Erklärungsansätze sowie den diesbezüglich eher stiefmütterlich untersuchten deutschen Markt bzw. die hier einzig relevante Frankfurter Wertpapierbörse.

Der vorliegenden Arbeit gelingt es nach ausführlicher und sorgfältig eingebrachter Grundlegung einen herausragenden Beitrag zum Going Public nicht nur in Deutschland und damit einen wesentlichen Beitrag zur betriebswirtschaftlich, insbesondere finanzwirtschaftlich ausgerichteten Forschung zu Finanzmärkten und zur einzelwirtschaftlichen Finanzierungstheorie zu leisten.