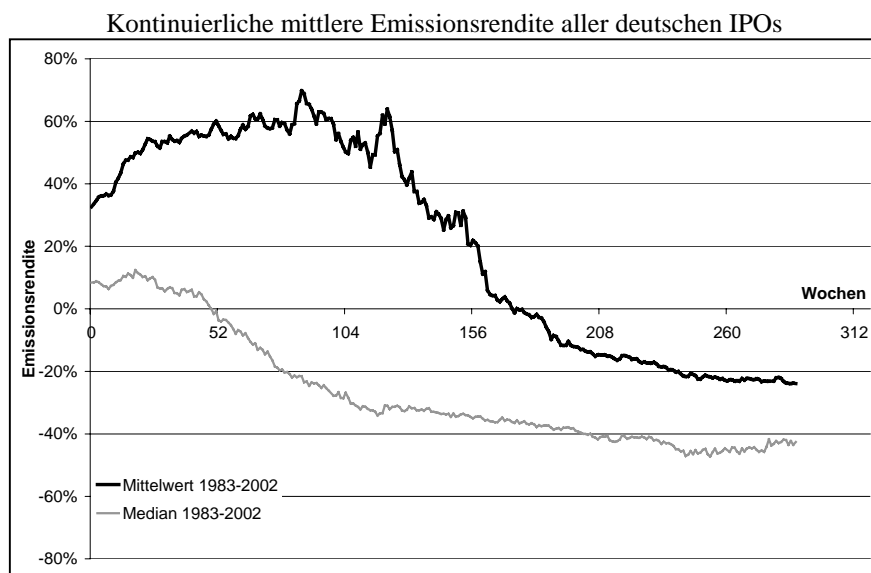


Zusammenfassung der Dissertation
„Kurz- und langfristige Überrenditen bei deutschen Aktienneuemissionen“
von André Schenek

Grundproblematik

Der Börsengang von Unternehmen (Initial Public Offering, kurz: IPO) stellt noch immer – trotz einer Vielzahl von Publikationen zu diesem Themenbereich – eine der großen Herausforderungen für die Finanzmarkttheorie dar. Hauptproblem hierbei ist die Existenz von Überrenditen, die im Zuge der Notierungsaufnahme von IPOs in Erscheinung treten. Die Problematik solcher abnormaler Renditen erwächst aus ihrer Unvereinbarkeit mit der Theorie effizienter Märkte und dem Leitbild rational handelnder Wirtschaftssubjekte. Hinzu treten markante Schwankungen in der Anzahl von IPOs im Zeitablauf, die im Widerspruch zum Paradigma vollkommener Märkte stehen.

Bei Börsengängen von Unternehmen kommt es häufig zu anfänglichen Kursgewinnen, die aber langfristig in eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung umschlagen. Diese Underperformance ist so beträchtlich, dass die Zeichnungsgewinne nach mehrjähriger Haltedauer im Mittel aufgezehrt und sogar überkompensiert werden - langfristig stellt sich also eine negative Emissionsrendite ein. Die bei unterschiedlich langen Haltedauern erzielbaren Überrenditen gegenüber einer bestimmten Benchmark lassen sich graphisch veranschaulichen. In der nachfolgenden Abbildung wird die kurzfristig erfreuliche, aber langfristig enttäuschende Kursentwicklung von IPOs gegenüber der Performance des marktbreiten CDAX ersichtlich.



zwischen 1983-2002 (CDAX-bereinigte Renditen)

Würde ein Investor alle deutschen IPOs zwischen 1983 und 2002 gezeichnet und zum Ende des ersten Handelstag wieder veräußert haben, so hätte er durchschnittlich eine Rendite von ca. 35% erzielt. Die IPO-Rendite hätte gegenüber einem Investment in den CDAX um ca. 70% höher gelegen, wenn der Investor die Aktien nicht bereits am Eröffnungstag verkauft, sondern die Haltedauer auf zwei Jahre ausgedehnt hätte. Hält er die IPOs jedoch deutlich länger als zwei Jahre, so geht der Renditevorsprung gegenüber dem CDAX zurück, bis er schließlich zwischen dem dritten und vierten Jahr vollständig verschwindet. Nach einer fünfjährigen Haltedauer hat das Zeichnen und Halten von IPOs durchschnittlich rund 20% weniger Ertrag abgeworfen als ein CDAX-Investment.

Die Dissertation

Die Existenz von positiven Zeichnungsrenditen und langfristig negativen Überrenditen ist mit herkömmlichen Erklärungsansätzen zur kurz- und langfristigen Performance von IPOs nicht vereinbar. Dies macht die Entwicklung eines Modells erforderlich, das die Bestimmungsgründe für solche abnormalen Renditen benennt und begründet. Als Grundlage hierfür dient die Theorie heterogener Erwartungen von Miller (1977). Sie stellt den erstmaligen Versuch dar, kurz- und langfristige Überrenditen auf eine gemeinsame Ursache zurückzuführen – auf die Disparität der Erwartungen von Investoren bezüglich der Erfolgsaussichten von IPOs. In ihrer Grundform kann sie jedoch die aufgedeckten Renditemuster nicht befriedigend erklären, weshalb eine Weiterentwicklung notwendig wird.

Im Mittelpunkt der Modifikation steht die These, dass neben der Erwartungsheterogenität zwei weitere Determinanten wesentlichen Einfluss auf die Performance von IPOs ausüben. Die erste Einflussgröße stellt das Absorptionspotential für die erstmalig angebotenen Aktien dar, welches von den Marktakteuren bereits vor der Notierungsaufnahme auf dem Primärmarkt beobachtet werden kann. Die zweite Einflussgröße ist durch das eventuelle Auftreten einer unerwarteten Sekundärmarktnachfrage gegeben, die allerdings erst nach der Handelseröffnung beobachtet werden kann. Die Integration beider Determinanten in das Millersche Modell wird schließlich als modifizierte Theorie heterogener Erwartungen (MTHE) bezeichnet. Die MTHE wird ausführlichen statistischen Tests unterzogen, um Aufschluss über ihre Validität zu erhalten.

Die vorliegende Arbeit unterscheidet sich in mehrfacher Hinsicht von bislang erfolgten Untersuchungen zum New Issue Puzzle:

- Sie stellt die bei weitem umfangreichste Studie zur kurz- und langfristigen Performance von Neuemissionen am deutschen Kapitalmarkt dar. Zudem wurde für jedes IPO eine Vielzahl von zusätzlichen Informationen erhoben, die in vergleichbaren Studien keinen Eingang fanden. Die IPO-Renditen sind im wöchentlichen Abstand berechnet, vom Tag der Emission bis September 2004, so dass eine exakte und umfassende Kurshistorie zur Verfügung steht. Die langfristige Performance kann damit erstmals kontinuierlich und bis zu einer Haltedauer von sieben Jahren gemessen werden. Die Bereinigung der IPO-Renditen wurde mit Hilfe verschiedener Benchmarks vorgenommen, um eine größtmögliche Solidität und Repräsentativität der Ergebnisse zu erzielen.
- Mit dem Nachweis einer langfristig *stabilen* Überrendite, der sog. persistenten Emissionsrendite, wurde eine gänzlich neue Methode zur ex-post Bestimmung desjenigen Fair Values entwickelt, welcher IPOs zum Zeitpunkt ihrer Börseneinführung beizulegen ist. So kann erstmals ein vorgenommener Auf- oder Abschlag auf den theoretisch gerechtfertigten IPO-Wert ermittelt werden, was weit reichende Schlussfolgerungen hinsichtlich der Informationseffizienz des Primärmarktes erlaubt. Zugleich kann durch die Existenz einer persistenten Emissionsrendite der Nachweis eines langfristig informations-effizienten Sekundärmarktes erbracht werden.
- Es werden bestehende Erklärungsansätze zum kurz- und langfristigen Underpricing, zur Existenz von Hot Markets sowie zur Motivation eines Börsengangs vorgestellt. Internationale Befunde hinsichtlich dieser Modelle werden ebenfalls erörtert. Die verschiedenen Methoden zur Berechnung und Bereinigung von IPO-Renditen werden kritisch hinterfragt. Aus den Erkenntnissen der Analyse von methodischen und theoretischen Vorarbeiten wird schließlich mit der MTHE ein neuartiger und integrativer Erklärungsansatz abgeleitet. So bleibt die Arbeit nicht bei der Überprüfung vorhandener Hypothesen stehen, sondern leistet einen eigenständigen Beitrag für ein besseres Verständnis des Emissionsgeschehens und eine Erhellung des New Issue Puzzles.

Ergebnisse

Die Tatsache, dass die persistente Emissionsrendite durchschnittlich negativ ausfällt, zeigt, dass der Emissionspreis zumeist über dem fairen Wert der IPOs angesiedelt wird. Der Emissionskurs spiegelt folglich nicht die als unverzerrt angenommene Wertschätzung aller potentiellen Investoren wider. Da sich in der Regel markante Zeichnungsgewinne einstellen, ist dieser zudem nicht identisch mit der Zahlungsbereitschaft des Grenzinvestors. Somit muss auch der Primärmarkt als ineffizient betrachtet werden. Das Vorhandensein von positiven Zeichnungsrenditen offenbart die Existenz von überoptimistischen Investoren am Sekundärmarkt. Dies impliziert, dass die potentiellen Investoren individuell unterschiedliche Erwartungen bezüglich der Erfolgsaussichten von Neuemissionen bilden. Die ersten Sekundärmarktkurse werden von den optimistischen unter den Investoren determiniert. Zumeist werden die Hoffnungen solcher Investoren jedoch enttäuscht, wie die langfristige Underperformance verdeutlicht hat. Die Tatsache, dass die Investoren trotz des Wissens um die langfristige Performance IPO-Wertpapiere zu Beginn des Sekundärmarkthandels erwerben, lässt auf ein beschränkt rationales Verhalten der Investoren schließen. Die vergleichsweise hohen Umsätze am ersten Handelstag untermauern die These von der Existenz rationaler und beschränkt rationaler Investoren, zwischen denen eine hohe Tauschbereitschaft besteht. Je mehr Optimisten keine Zuteilung zum Emissionspreis erhalten haben, desto höher fällt der Umsatz zu Beginn des Sekundärmarkthandels aus. Auch die signifikant positiven Initial Returns zeigen, dass es einen Eigentümerwechsel von ‚normalen‘ zu optimistischen Investoren am ersten Handelstag gibt, da ein Kurssprung unter Investoren mit identischen Erwartungen nicht erklärbar ist.

Die MTHE postuliert die Existenz einer von der Angebotsseite nicht antizipierbaren Nachfrage, die erst auf dem Sekundärmarkt preiswirksam wird. Anders als im Fall des Absorptionspotentials und der Meinungsdisparität können Emittent und Bank auf diese nicht reagieren, da ihnen die notwendigen Informationen erst nach der Festlegung der Emissionsrendite resp. der Bookbuildingspanne zur Verfügung stehen. Die unerwartete Nachfrage wirkt weitgehend unabhängig von der Stärke des Absorptionspotentials, ist jedoch auf eine ausgeprägte Erwartungsheterogenität angewiesen. Erstmals konnten durch die MTHE Ursachen für das Auftreten von negativen Initial Returns herausgearbeitet werden. Negative Zeichnungsrenditen treten besonders häufig im Verlauf von Hot Markets auf. Es bestätigte sich die Hypothese, dass Emittent und Emissionsbank mitunter spekulative Emissionspreise setzen. Die Neigung hierzu steigt mit der Abgabequote der Altaktionäre und der relativen Größe des Emissionsvolumens an, was als Hinweis auf die Relevanz der Prospect Theory gewertet werden kann. Die Validität der MTHE wird anhand von sechs postulierten Fundamentalhypothesen, auf der Datengrundlage der IPO-Datenbank des Lehrstuhls für Finanzwirtschaft und Banken empirisch abgesichert.

Die Existenz heterogener Erwartungen und die durch sie hervorgerufenen Überrenditen sind in der kurzen Frist für Emittenten, Banken und Investoren von Vorteil: Anleger können sich über Zeichnungsgewinne und eine Outperformance von IPOs in den ersten Handelswochen freuen. Einige Emissionsbanken nutzen hohe Initial Returns offenbar zur Erzielung von teilweise irregulären Nebeneinkünften. Die Emittenten schließlich werden in die Lage versetzt, Preise für die veräußerten Unternehmensanteile zu erzielen, die deutlich über dem Fair Value liegen. Aus dieser Perspektive scheint einiges dafür zu sprechen, dass das Auftreten von Hot Markets eine direkte Folge heterogener Erwartungen ist. Das vorrangige Motiv für einen Börsengang in solchen Phasen erhöhter Emissionstätigkeit ist im Ausnutzen der durch die heterogenen Erwartungen eröffneten ‚Windows of Opportunity‘ zu sehen. Langfristig werden jedoch die negativen Folgen dieser Verhaltensweisen offenkundig. Die daraus resultierenden Cold Markets sind für alle am Emissionsprozess beteiligten Gruppen mit Nachteilen verbunden.