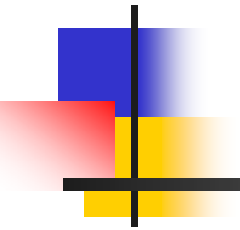


Das empirische Phänomen des Underpricing im Rahmen von Aktienerstmissionen



Underpricing als ein empirisches Phänomen?

| Land | Stichprobengröße | Zeitraum | durchschnittliche IPO Rendite in % | Quelle |
|----------------|------------------|----------|---------------------------------------|----------------------|
| Australien | 266 | 1976-89 | 11,9 | Lee, Taylor & Walte |
| Kanada | 258 | 1971-92 | 5,4 | Jog & Riding; Jog & |
| China | 266 | 1990-96 | 388,0 | Datar und Mao |
| Deutschland | 170 | 1978-92 | 10,9 | Jl Jungqvist |
| Japan | 975 | 1970-96 | 24,0 | Fukuda; Dawson & |
| Großbritannien | 2133 | 1959-90 | 12,0 | Dimson; Levis |
| USA | 13308 | 1960-96 | 15,8 | Ibbotson, Sindelar & |

Quelle: Ross / Westerfield, / Jaffe (2002): Corporate Finance, 6th Edition

Underpricing als ein empirisches Phänomen

- Emissionspreis von Aktien ist durchschnittlich niedriger als der bei Aufnahme des Börsenhandels festgestellte erste Börsenkurs
- Konsequenz
 - Positive Emissionsrendite für Zeichner
 - Erhöhung der Emissionskosten für die Gesellschaft
- Aus Sicht der Gesellschaft ist von einem Underpricing zu sprechen.

Erklärungsansätze des Phänomens Underpricing

- Ansatz der Erklärungen unterschiedlichen Interessen und Informationsstände der an der Emission beteiligten Akteure Emittent, Emissionsbanken und Anleger
- Ad-hoc-Ansätze zur Erklärung des Underpricing
 - Monopol- und Marktmachthypothese der Emissionsbanken
 - Hypothese spekulativer Kursbildung am Markt für Erstemissionen
 - Hypothese Kurspflegemaßnahmen der Emissionsbanken
- Underpricing und asymmetrische Informationsverteilung, Informationsvorteil bei einer Gruppe der beteiligten Akteure
 - Informationsvorteile beim Emittenten: Underpricing als Signal für die Zukunftsaussichten der Gesellschaft, hohes Underpricing signalisiert hohe Qualität
 - Informationsvorteile bei einzelnen Anlegern: systematische Informationsvorteile bei einer kleinen Gruppe informierter Anleger, alle anderen Akteure verfügen über keinen Informationsvorteil; damit alle zeichnen, muss der durchschnittliche Emissionspreis so weit gesenkt werden, dass die erwartete Rendite der uninformierten Anleger zumindest null beträgt

Verfahren der Emissionspreisbildung

- **Festpreisverfahren:** Festsetzung des Emissionspreises mit der Veröffentlichung des Verkaufsangebots, Festpreis meist unter dem vermuteten Gleichgewichtspreis, Konsequenz: Überzeichnung der Emission, Rationierungs- bzw. Zuteilungsproblem
- **Bookbuildingverfahren:** ein einheitliches Preisbildungs- und Platzierungsverfahren, zweistufiges Verfahren zur Bestimmung des Emissionspreises, Festlegung einer Preisspanne bzw. Bookbuildingspanne, nach Abschluss der Bookbuilding-Periode Festlegung von Emissionsvolumen, Emissionskurs und Zuteilung, preisliche Flexibilisierung durch Anpassung der Bookbuilding-Spanne während der Bookbuilding-Periode, Minderung des Underpricing, Weiterentwicklungen im Bookbuilding-Verfahren, Einräumung einer Zeichnungsreserve (Greenshoe) eine mengenmäßige Anpassung der Emission,
- **Auktionsverfahren:** Preisbildung ohne Vorgabe einer Preisspanne aufgrund verbindlicher Kaufgebote und vorgegebenem Emissionsvolumens, zum Emissionspreis wird die Emission gerade untergebracht, ein besonders marktnaher Emissionskurs, Emissionskurs entspricht niedrigstem Kurs zu dem gerade noch Kaufgebote berücksichtigt werden

Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes

- Unternehmensbewertungen zur Abschätzung des inneren bzw. fundamentalen Wertes der Aktien
- Zwei Verfahren:
 - Multiplikatorverfahren: indirekte Methode der Wertfindung, Vergleich mit börsennotierten Gesellschaften hinsichtlich wichtiger Kennzahlen
 - Discounted-Cashflow-Verfahren: direkte Methode der Wertfindung, fundierte Plausibilitätsüberprüfung des Geschäftsplans durch unabhängigen Sachverständigen (Due Diligence Review) ergänzt durch Best-, Base-, und Worse-Case-Szenarien