

## Executive Summary

Mit dem Erreichen des höchsten durchschnittlichen Jahreswertes von Underpricing im US-amerikanischen Aktienmarkt seit knapp zwei Dekaden hat das Underpricing-Phänomen wieder an Aktualität und medialer Aufmerksamkeit gewonnen (Bursztynsky (2020) und Ritter (2020)). Es handelt sich um ein Phänomen, bei dem exzessive Renditen innerhalb einer kurzen Frist im Zusammenhang mit dem Initial Public Offering [IPO] eines Unternehmens verzeichnet werden (Kunz und Aggarwal (1994)). Dabei wird der Emissionspreis der zu platzierenden Aktien merklich tiefer angesetzt als sie später im Sekundärmarkt gehandelt werden (Jenkinson und Ljungqvist (2001)). Dies führt dazu, dass Investoren in der Lage sind systematisch beachtliche Renditen auf Kosten der Emittenten zu realisieren (Logue (1973)).

Zur Beantwortung der Aufgabenstellung im literarischen Teil der Arbeit wird eine ausführliche Literaturrecherche durchgeführt. Eine zentrale Erkenntnis der Underpricing-Forschung ist, dass die Existenz des Phänomens mit einer Ineffizienz des Kapitalmarktes einhergeht (Logue (1972)). Diese Feststellung ist konsequenterweise nicht mit der Effizienzmarkthypothese von Fama (1970) vereinbar. Somit kann nicht auf die neoklassische Finanzmarkttheorie zurückgegriffen werden, um diese Marktanomalie erklären zu können. Deshalb werden alternative Erklärungsansätze benötigt (Käser (1997) und Wohltmann (o. J.)). Diese lassen sich in die Kategorien asymmetrische Informationsmodelle, institutionelle Erklärungen, Besitz- und Kontrollstruktur und Behavioral Finance einteilen. In dieser Arbeit werden ausgewählte Modelle und Hypothesen, die zu den Meilensteinen in der Underpricing-Forschung zählen, aus den obigen Kategorien vorgestellt und mittels dafür- und widersprechender Evidenz diskutiert (Ljungqvist (2007)).

Forschung auf dem Schweizer Markt zum Thema ist rar. Bill (1991) und Kunz (1991) haben mit Daten aus den 1980er Jahren bisher als einzige umfassende empirische Untersuchungen durchgeführt. Sie kommen zum Schluss, dass im Schweizer Aktienmarkt ein Underpricing vorliegt. Das Alter der beiden Studien schränkt aber die Übertragbarkeit auf die heutigen Verhältnisse ein, denn über die Zeit haben sich die Marktgegebenheiten geändert, wie beispielsweise die bevorzugte Methode der Publikumsöffnung. Ausserdem sind ihre Datensätze eher klein, weshalb deren Ergebnisse mit Vorsicht zu betrachten sind.

Der empirische Teil der Arbeit basiert auf einem bereinigten Datensatz von 92 klassischen IPOs, die an der Schweizer Börse SIX in den Jahren 2000 bis 2020 durchgeführt wurden. Die Auswertung der Daten ergibt ein auf dem 1%-Niveau statistisch signifikantes Underpricing von

durchschnittlich 11.51% im Schweizer Aktienmarkt. Deswegen sind den Emittenten insgesamt CHF 8'259.01 Mio. in Form von Opportunitätskosten entgangen, die sich in Mindereinnahmen der Emission widerspiegeln. Pro IPO betragen die Opportunitätskosten durchschnittlich CHF 89.77 Mio., im Median CHF 14.78 Mio. Diese Resultate belegen, dass Investoren im Untersuchungszeitraum systematisch Überrenditen realisieren konnten. Somit fügen sie sich sowohl nahtlos in die bisherige Forschung im Schweizer Markt als auch in die internationale Forschung zur Thematik ein und untermauern, dass Underpricing ein globales Phänomen ist (Volkart und Wagner (2018)).

Zusätzlich wird eine lineare Regression durchgeführt, um mehr über die Hintergründe des Phänomens im Schweizer Markt zu erfahren. Die Auswertung zeigt, dass weder die Transaktionsgrösse noch die Marktkapitalisierung die Höhe des Underpricings in der Stichprobe statistisch signifikant beeinflussen. Somit können sowohl die Erwartungen aus dem US-amerikanischen Markt von Logue (1973) als auch diejenigen von Beatty und Ritter (1986) nicht bestätigt werden. In einer grafischen Betrachtung hingegen scheint eine Beziehung zwischen der Grösse der IPOs, gemessen an der Transaktionsgrösse oder der Marktkapitalisierung, und der Höhe des Underpricings wahrscheinlich. Dies zeigt sich darin, dass mehrheitlich kleine IPOs ein extrem hohes Underpricing erfahren und grosse ein weitgehend moderates.

Eine weitere Erkenntnis aus der Untersuchung der Einflussfaktoren ist, dass in einer vereinfachten Betrachtung eine Mehrzuteilung aus der Greenshoe-Option sich positiv auf die Höhe des Underpricings auswirkt. Dies ist gemäss Bartling und Park (2010) plausibel.

Der letzte betrachtete Aspekt sind die Underwriter-Marktanteile auf dem Schweizer IPO-Markt. Aus der Analyse geht hervor, dass vier Banken circa 75% der IPOs in der Schweiz durchführen. Eine tendenziell oligopolistische Marktstruktur, wie die vorliegende, könnte Underwriter dazu verleiten ihre Marktmacht zu missbrauchen, um das Underpricing zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Es gibt allerdings keine Anzeichen dafür.

Die Forschungslücke konnte zwar vollständig geschlossen werden, dennoch gab es limitierende Faktoren, die sich in der Untersuchung der Einflussfaktoren zeigten. Zum einen ist der Datensatz mit 92 relevanten Datenpunkten zu klein für eine umfangreiche Untersuchung der vorgestellten Modelle und Theorien sowie für eine detaillierte Analyse des Schweizer Aktienmarktes. Zum anderen sind die meisten Erklärungsansätze für den US-amerikanischen Markt und dessen Rahmenbedingungen konzipiert, was eine Überprüfung im Schweizer Markt erschwert (Wolff

(1994)). Dies verdeutlicht, dass noch einige Unklarheiten bestehen, weshalb sich zukünftige Forschung vor allem auf die Erklärungsansätze fokussieren sollte.

Der Nachweis des Underpricing-Phänomens im Schweizer Aktienmarkt bringt Implikationen für Investoren als auch für Emittenten mit sich. Investoren mit ausreichend Kapital und Zugang zum Primärmarkt könnten aktiv IPO-Anlagestrategien verfolgen. Dabei kaufen sie Aktien zum Emissionspreis und verkaufen diese am Ende des ersten Handelstages wieder. Mit dieser Strategie sollten sie theoretisch in der Lage sein, systematisch Überrenditen zu realisieren. Emittenten, die kein Underpricing wünschen, sollten hingegen härter mit dem Underwriter bei der Emissionspreisfestlegung verhandeln, um ihre Opportunitätskosten zu minimieren.

Auch in Zukunft wird das Underpricing-Phänomen von grosser Bedeutung für die Börsenteilnehmer sein, weshalb weitere Forschung auf diesem Gebiet unabdingbar ist.