

*Performancevergleich ausgewählter Unternehmen vor und nach
erfolgreichem IPO in einer wirtschaftlich günstigen Phase sowie einer
wirtschaftlich schwierigen Phase*

Bachelorarbeit
in
Corporate Finance
am
Institut für Banking & Finance



Universität Zürich

bei
Prof. Dr. Alexander Wagner
Dr. Philipp Gamper

Verfasser: Elias Scherer

Abgabedatum: 22. August 2012

Abstract

In dieser Arbeit wurde die Performance ausgewählter Unternehmen vor und nach erfolgtem IPO in einer wirtschaftlich günstigen sowie einer wirtschaftlich schwierigen Phase verglichen. Anhand einer Finanzkennzahlenanalyse konnte beobachtet werden, dass eine Performancesteigerung nach IPO nicht die Regel ist. Knapp die Hälfte der untersuchten Firmen erzielte eine Performancesteigerung. Eine Underperformance war bei der Kursperformanceanalyse zu erkennen und liegt in einer Spannweite von -21.0% bis -52.6%. Ein signifikanter Unterschied der Underperformance im Zusammenhang mit der Renditeerfassung anhand der Kalender- bzw. der Ereigniszeit blieb weitgehend unbestätigt. Das beobachtete Underpricing beträgt im Durchschnitt 2.87%.

Executive Summary

Problemstellung

Das Thema dieser Arbeit ist der Performancevergleich ausgewählter Unternehmen vor und nach erfolgtem IPO in einer wirtschaftlich günstigen Phase sowie in einer wirtschaftlich schwierigen Phase. Die Performanceanalyse von Börsengängen wurde bereits 1975 durch Ibbotson (1975) untersucht. Er konnte ein signifikantes Underpricing für den amerikanischen Markt beobachten.

Ritter (1991) hat mit seinen Studien über Amerika hinaus selbst internationales Aufsehen erweckt. Seither wurden die zwei Phänomene Underpricing und Underperformance durch eine enorme Anzahl von Studien für zahlreiche Länder untersucht und bestätigt¹.

Der Autor dieser Arbeit geht nun einen Schritt weiter, indem er nicht nur die Performance nach dem IPO anhand einer Kursperformanceanalyse betrachtet, sondern zusätzlich die Performance der Firmen vor und nach dem IPO vergleicht. Er stellt weiter dar, ob sich die Performanceentwicklung der Unternehmen unterscheidet, wenn der IPO in einem günstigen oder ungünstigen Umfeld erfolgt. Diese Thematik wurde bereits für Indien aufgegriffen (Singh und Bhowal (2010)).

Als Erweiterung werden die, in der Literatur oft untersuchten, Phänomene Underperformance und Underpricing für eine Stichprobe untersucht, welche von der Schweiz auf Unternehmen aus Deutschland und Grossbritannien erweitert werden. Ein Kritikpunkt, welcher im Zusammenhang mit der Untersuchung dieser zwei Anomalien von Schultz (2003) beanstandet worden war, ist in die Arbeit über die Berücksichtigung der Renditen sowohl in Kalender- als auch Ereigniszeit eingeflossen.

Vorgehen

Bei der Finanzkennzahlenanalyse überprüfte der Autor die Unternehmen sorgfältig, welche entweder einen IPO im Jahre 2006 oder 2009 an der Six Swiss Exchange gemacht haben. Es wurden jeweils die zwei Jahre vor dem IPO, das Jahr des IPO und die zwei Jahre nach dem IPO mittels Finanzkennzahlen untersucht. Bei jedem Unternehmen analysierte er, inwiefern eine Performancesteigerung nach dem IPO realisiert werden konnte.

Die Analyse der Kursperformance, schloss eine erweiterte Stichprobe ein. Damit wurden statistische Auswertungen möglich. Messwerte waren Renditen einerseits in Kalenderzeit, andererseits in Ereigniszeit. Die Untersuchung der Underperformance erstreckte sich über zwei, drei und fünf Jahre. Bei den Unternehmen mit IPO im Jahre 2009 war die Underperformance erfasst in Kalenderzeit über

¹ Vgl. Ritter 1991, S.3

Vgl. Chong, Yuan und Yan 2010, S. 559-582

Vgl. Drobetz, Kammermann und Wälchli 2005, S. 253

Vgl. Manuela Möller 2008, S. 81

zwei und drei Jahre möglich, bei der Ereigniszeit auf zwei Jahre beschränkt, da das Stichjahr erst drei Jahre zurück liegt².

Die Untersuchung des Underpricings³ geschah anhand derselben Unternehmen wie bei der Kursperformanceanalyse, mit der Ausnahme der Unternehmen mit dem IPO im Jahre 2009. Aufgrund einer zu kleinen Stichprobe konnten keine statistischen Tests durchgeführt werden.

Resultate

Mittels der Finanzkennzahlenanalyse zeigte sich, dass eine Performancesteigerung nach erfolgtem IPO nicht die Regel ist. Bei den Unternehmen mit IPO im Jahr 2006 realisierten vier von neun Unternehmen eine Performancesteigerung, drei hatten keine bedeutenden Veränderungen und zwei mussten markante Performanceeinbrüche hinnehmen. Bei den Firmen mit IPO im Jahr 2009 wies nur eines von drei Unternehmen eine leichte Steigerung in der Performance vor, dies jedoch in einem wirtschaftlich schwierigen Umfeld. Die zwei weiteren Betriebe erlitten Performanceeinbrüche.

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Firmen mit IPO im Jahr 2006 bei dieser Stichprobe besser abgeschlossen haben. Anzuführen ist, dass der Anteil der Start-Up Unternehmen aus dem Gesundheitssektor ohne Produkt am Markt bei der Stichprobe 2009 die Mehrheit ausmachte. Das primäre Ziel dieser Betriebe war nicht die Performancesteigerung. Vielmehr boten sich bestehenden und potentiellen Investoren über den IPO eine Ausstiegsgelegenheit, womit grössere Kapitalerhöhungen ermöglicht wurden. Damit stand schliesslich die Finanzierung des Unternehmens und im Speziellen die Finanzierung der Weiterentwicklung der Produktpipeline im Vordergrund⁴.

Anhand der Kursperformanceanalyse konnte zu grossen Teilen stark signifikante Underperformance nachgewiesen werden. Die weiteren Ausführungen beziehen sich jeweils auf die von Ausreissern bereinigten Datensätze.

Die durchschnittliche Underperformance der Stichprobe für das Jahr 2006 nimmt mit der Dauer des Betrachtungszeitraums stetig zu. Die Erfassung mittels Kalenderzeit über zwei Jahre ergab ein durchschnittliches Resultat von -41.3%, über drei Jahre von -42.8% und über fünf Jahre von -42.9%. Die Underperformance war jeweils hoch signifikant.

Gemessen in Ereigniszeit zeigte sich ebenfalls eine positive Korrelation des Ausmasses der Underperformance und der Dauer des Betrachtungszeitraums auf.

² Bei der Kalenderzeit kann die Performance über drei Jahre erfasst werden, weil das IPO Datum des ersten Unternehmen als Startpunkt des Untersuchungszeitraums genommen wird. Bei der Ereigniszeit wird der Zeitraum für jedes Unternehmen individuell angepasst. Weitere Erklärungen zu den Unterschieden folgen in Kapitel 6.1.

³ Das Underpricing wurde als Kurssteigerung vom Emissionspreis zum ersten Tagesschlusskurs definiert.

⁴ Vgl. Interview mit Santhera Pharmaceuticals Holding AG (2012)

Vgl. Interview mit Evolva Holding AG (2012)

Die Analyse über zwei Jahre ergab ein durchschnittlicher Wert in der Höhe von -30.9%, über drei Jahre von -32.2% und über fünf Jahre von -37.2%. Wiederum war die Underperformance jeweils hoch signifikant.

Die Unternehmen mit IPO im Jahr 2009 verzeichneten bei der Analyse mittels Kalenderzeit über zwei Jahre ein durchschnittliches Ergebnis von -52.6% und über drei Jahre von -40.7%. Die Underperformance über zwei Jahre ist hoch signifikant, über drei Jahre signifikant. Bei der Betrachtung der Renditen mittels Ereigniszeit über zwei Jahre ergab sich eine durchschnittliche Underperformance von -27.2%, signifikant auf $\alpha=0.05$.

Beim Vergleich der zwei untersuchten wirtschaftlichen Umfeldler manifestierten sich keine nennenswerten Unterschiede in der Performanceentwicklung.

Die Betrachtung der Werte mittels Kalender- und Ereigniszeit ergab grösstenteils keine statistisch signifikanten Unterschiede. Nur der Vergleich zwischen den Firmen mit IPO im Jahr 2006 über den Zeitraum von drei Jahren zeigte einen signifikanten Unterschied auf. Die Underperformance gemessen in Kalenderzeit erwies sich als hoch signifikant kleiner als diejenige in Ereigniszeit.

Die beträchtlichen Unterschiede zwischen Kalender- und Ereigniszeit in den durchschnittlichen Underperformancewerten der Unternehmen mit IPO im Jahre 2009, erreichten keine statistische Signifikanz. Dies kann an der Grösse der Stichprobe für das Jahr 2009 liegen, die verhältnismässig niedrig war.

Das Underpricing konnte für die Stichprobe 2006 bestätigt werden, allerdings nur auf einem Signifikanzniveau von 10%. Das durchschnittliche Underpricing der von Ausreissern bereinigten Daten beträgt 2.87%.

Allgemeine Beurteilung

Die Problemstellung konnte zufriedenstellend gelöst werden. Die Grösse der Stichproben, vor allem diejenige für das Jahr 2009, zeigten dabei einen negativen Einfluss. Selbst nach der Ausweitung, war sie mit fünfzehn enthaltenen Unternehmen noch zu gering. Der Grund sind die wenigen Unternehmen, welche einen Börsengang in diesem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld gewagt haben. Die Stichprobe für das Jahr 2006 hingegen war mit 215 Betrieben relativ gross. Um den Einfluss der Ausreisser herauszufiltern, wurden Auswertungen jeweils für die unbereinigten wie auch bereinigten Datensätze durchgeführt.

Eine Ausweitung der Stichprobengrösse für die Finanzkennzahlenanalyse wäre ebenfalls wünschenswert gewesen. Im Gegensatz zur Kursperformanceanalyse bringt dies aber einen grossen Mehraufwand mit sich und würde den Umfang einer Bachelorarbeit sprengen.

Ein Kritikpunkt der Finanzkennzahlenanalyse ist, dass quantitative Aussagen nur schwer zu machen sind. Um die Kennzahlen aussagekräftig miteinander vergleichen zu können, wäre eine Aufteilung nach Sektoren nötig. Dies bedingt erneut eine grössere Stichprobe.

Die Tendenzen einer Performancesteigerung oder eines Performanceeinbruchs waren aber auch mit dem Umfang der vorhandenen Stichproben nachvollziehbar.