

FRIEDRICH-ALEXANDER-UNIVERSITÄT ERLANGEN-NÜRNBERG
LEHRSTUHL FÜR BANK- UND BÖRSENWESEN
PROF. DR. WOLFGANG GERKE

RANKING DER EMISSIONSBANKEN

1999 UND 2000

- ZUSAMMENFASSUNG -

Prof. Dr. Wolfgang Gerke, PD Dr. Matthias Bank, Frank Ehrlich und Jörg Fleischer

Einleitung

Neuemissionen gehören zu den wichtigsten Ereignissen auf Kapitalmärkten. Die Emissionsbank, die eine Neuemission begleitet, spielt die wichtige Rolle des Intermediärs zwischen den Emittenten und den potentiellen Investoren.

In diesem Zusammenhang unterscheidet man zwischen dem Konsortialführer und den Konsortialbegleitern. Während der Konsortialführer den gesamten Neuemissionsprozess managed, dienen die Konsortialbegleiter vor allem der Distribution der Wertpapiere. Die Qualität eines Emissionshauses kommt daher vor allem durch deren Tätigkeit als Konsortialführer zum Ausdruck. Zu den Aufgaben des Konsortialführers gehören u. a. die Bewertung des Unternehmens, das Finanzmarketing (Analystentreffen, Roadshows, etc.) und die Platzierung der Aktien. Nach der Emission betreut der Konsortialführer das Unternehmen meist weiter. Dies kann z. B. in Form des Designated Sponsors geschehen.

Ziel dieser Studie ist es, ein Ranking der Emissionsbanken, die IPOs in Deutschland betreut haben, für 1999 und für 2000 zu erstellen. Dabei werden alle Emissionsbanken, die bei mindestens drei Emissionen im jeweiligen Jahr als Konsortialführer agierten, betrachtet. Um die Qualität eines Emissionshauses zu beurteilen, werden folgende Kriterien herangezogen:

- Attraktivität für Emittenten
- Qualität des Emissionspreises
- Qualität der Platzierung
- Qualität der Betreuung nach der Emission

Anders als bei vorangegangenen Rankings wird eine umfassendere Betrachtung gewählt. Ziel ist demnach, die Qualität einer Emissionsbank aus einer neutralen Perspektive und nicht ausschließlich aus Sicht der Emittenten oder der Investoren zu beurteilen.

Im Folgenden werden die Kriterien zur Beurteilung der Qualität einer Emissionsbank sowie deren Messung näher erläutert, bevor im zweiten Abschnitt die Resultate und das Ranking dargestellt werden.

Kriterien

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die angewendeten Kriterien, deren Messung und Gewichtung:

Kriterium	Messgröße	Gewichtung
Attraktivität für Emittenten	Marktanteil im jeweiligen Jahr	4
Qualität des Emissionspreises	Bonus / Malussystem; Datenpunkte: erster Börsenkurs, Endkurs des ersten Börsentages, Endkurs der ersten Börsenwoche, Endkurs nach einem Monat	4
Qualität der Platzierung	Relatives Handelsvolumen des ersten Börsentages	1
Qualität der Betreuung nach der Emission	Nachhaltigkeit der Aktivität des Designated Sponsors	1

Attraktivität für Emittenten

Zum Zweck der Auswahl des Konsortialführers werden für gewöhnlich mehrere Emissionshäuser zum sog. „beauty contest“ oder „pitching“ eingeladen. Dabei präsentieren die Vertreter der Banken eine erste Bewertung des Unternehmens und die sog. „story“, die später Investoren von der Qualität (v. a. den Zukunftsaussichten) des Unternehmens überzeugen soll.

Neben dem konkreten Eindruck, den die Vertreter der Banken bei den Emittenten hinterlassen haben, gehört vor allem die Reputation einer Bank, die sie durch den Erfolg vergangener Börsengänge erworben hat, zu den vorrangigen Entscheidungskriterien.

Die Reputation einer Bank dient als Qualitätssiegel für den Börsengang eines Unternehmens.

Der Effekt, dass ein prestigeträchtiger Konsortialführer ein positives Signal sendet, resultiert u. a. aus folgender Überlegung:

Die Reputation ist ein wichtiges Kriterium für die Wahl des Konsortialführers. Die Reputation einer Bank spiegelt den Erfolg vergangener Emissionen wieder. Demnach steht bei jeder Emission die Reputation des Konsortialführers auf dem Spiel. Das Risiko, durch einen schlechten Emissionsreis, eine schlechte Platzierung oder eine schlechte Betreuung nach der Emission im Ansehen zu sinken und damit zukünftige Emissionsaufträge zu verlieren, ist bei prestigeträchtigen Banken höher, als bei weniger angesehenen. Deshalb fühlen sich Anleger sicherer, wenn sie Emissionen zeichnen, die von namhaften Banken durchgeführt werden. Für die Emittenten ist dieses Qualitätssignal wichtig, da sie sich hierdurch einen besseren Emissionspreis versprechen. Das Signal kann jedoch nur von relativ (bzgl. deren Zukunftsaussichten) guten Unternehmen ausgesandt werden, da namhafte Banken Emissionen schlechter Unternehmen ablehnen werden, um ihren Ruf nicht zu verlieren.

Die Reputation eines Emissionshauses lässt sich u. a. anhand dessen wertmäßigen Anteils am Gesamtemissionsvolumen einer Periode messen. Dieses Maß berücksichtigt, dass die Reputation bei der Wahl des Konsortialführers eine wichtigere Rolle spielt, je größer das Emissionsvolumen ist und dass die Leitung großer Emissionen für Emissionsbanken einen größeren Imageeffekt hat, als die kleinerer.

Der wertbezogene Marktanteil einer Emissionsbank spiegelt neben der Reputation auch - in einem umfassenderen Sinne - die Attraktivität für die Emittenten und dessen Leistungen im Vorfeld der Emission wieder. Er ist deshalb eine gute Zusammenfassung aller Kriterien, die für die Wahl des Konsortialführers relevant sind. Ein höherer Marktanteil spricht - ceteris paribus - für eine höhere Qualität der Emissionsbank.

Die Punktzahl in dieser Kategorie ergibt sich durch den relativen Marktanteil dividiert durch den höchsten erreichten Marktanteil und anschließender Multiplikation mit dem Faktor 100.

Qualität des Emissionspreises

Die Bewertung eines Unternehmens gehört zweifelsohne zu den Hauptaufgaben des Konsortialführers. Zur Bestimmung des Emissionspreises werden v. a. die Ertragskraft des Unternehmens und dessen zukünftige Entwicklung beurteilt. Gerade bei jungen und wachstumsstarken Unternehmen zieht man zur Bewertung Preise vergleichbarer Unternehmen heran. Weiterhin werden die Informationen, die man von Investoren während des Bookbuildings erhält, in die Entscheidung über den endgültigen Emissionskurs mit einbezogen.

Obwohl der Emissionskurs mit großem Aufwand ermittelt wird, beobachtet man, dass sich kurz nach der Emission Kurse im Sekundärmarkt einstellen, die sich teilweise deutlich vom Emissionskurs unterscheiden. Ein starker Wertanstieg signalisiert den Emittenten, dass sie für ihre Anteile einen höheren Preis hätten erzielen können, während eine negative Wertentwicklung zu einem Vermögensverlust der Investoren führt. Eine Emissionsbank kann demnach nur durch einen Emissionskurs, der nahe am späteren Marktpreis liegt, die Interessen der beiden Gruppen simultan befriedigen.

Nimmt man nun an, dass Emittenten nicht ihre gesamten Anteile bei der Emission veräußert haben und/oder auch noch in Zukunft den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen möchten (z. B. für Folgeemissionen und Kapitalerhöhungen), so erscheint ein Absinken des Kurses unterhalb des Emissionspreises als nicht wünschenswert. Unternehmen, die bei ihrem Börsengang einen guten Eindruck bei den Investoren hinterlassen haben, werden bei künftigen Kapitalmarkttransaktionen – ceteris paribus – günstigere Konditionen vorfinden. Aus diesem Grund kann es sinnvoll sein, beim Börsengang ein maßvolles Underpricing anzustreben.

Daher wird im Folgenden die Qualität einer Emissionsbank im Hinblick auf die Qualität des Emissionspreises dadurch gemessen, wie nah sich die Marktpreise an der erwünschten Spanne bewegen. Hierzu werden die Renditen der neuemittierten Titel gegenüber dem ersten Börsenkurs, dem Schlusskurs des ersten Tages, dem Schlusskurs nach einer Woche sowie dem Schlusskurs nach einem Monat betrachtet und mit folgenden Indices marktbereinigt:

Segment	Index
DAX	DAX 30
MDAX	MDAX
SMAX	SDAX
Neuer Markt	NEMAX All Share
Amtlicher Handel, Freiverkehr, Geregelter Markt	DAX 100

Jeder sich daraus ergebende Datenpunkt wird anhand einer Bonus / Malusmatrix bewertet:

Marktbereinigte Rendite	Punkte
Bis -10%	-20
Ab -10% bis -0%	-10
Ab 0% bis +5%	0
Ab +5% bis +15%	20
Ab +15% bis +25%	0
Ab +25% bis +35%	-5
Ab +35%	-10

Die Matrix berücksichtigt, dass ein leichtes Underpricing angestrebt wird. Eine negative Wertentwicklung ist weder aus Sicht der Investoren noch aus Sicht der Emittenten wünschenswert und wird daher mit hohem Malus bewertet. Steigt der Marktpreis in der Anfangsphase sehr stark an, so führt auch dies zu Maluspunkten.

Eine Sonderstellung hat der Bereich um 0%. Gerade wenn sich Marktpreise am frühen Sekundärmarkt genau auf dem Niveau des Emissionskurses befinden, ist dies oftmals auf Unterstützungskäufe der Emissionsbanken zurückzuführen. Hierdurch gibt die Bank Anlegern die Möglichkeit, Aktien zum Emissionspreis zurückzugeben, da der Preis von den Marktteilnehmern als zu hoch erachtet wird. Da die Emissionsbanken ihren Fehler bei der Preisfestsetzung wieder teilweise ausgleichen, wird eine Performance von genau 0% nicht mit einem Malus gewertet. Man beobachtet, dass Kurse, die durch Stützungskäufe künstlich hoch gehalten werden, nach Ende der Unterstützungsphase (nicht länger als eine Woche) (stark) sinken.

Anschließend wird über das arithmetische Mittel die Qualität des Preises einer Emission ermittelt. Die Bewertung der Fähigkeit einer Emissionsbank, den richtigen Emissionspreis festzulegen, ergibt sich durch das arithmetische Mittel aller Emissionen, die dieses Haus geleitet hat. Anschließend werden die ermittelten Werte durch den höchsten erreichten Wert geteilt und mit dem Faktor 100 multipliziert.

Qualität der Platzierung

Neben der Preisfindung ist die Platzierung der emittierten Aktien eine Hauptaufgabe der konsortialführenden Bank. Vorrangig ist hierbei das Ziel, die Aktien in die Hände von Investoren zu geben, die mittel- und langfristig an dieser Unternehmensbeteiligung interessiert sind und nicht nur kurzfristige Zeichnungsgewinne realisieren wollen.

Es wird argumentiert, dass die Qualität der Platzierung einen Einfluss auf die Wertentwicklung nach der Emission haben kann, da massive Verkäufe am frühen Sekundärmarkt die Kurse unter Druck setzen und dadurch (potentielle) Investoren negativ geprägt werden. Demnach spielt die Phase unmittelbar nach dem Börsengang eine wichtige Rolle, da ein schlechtes Bild eines Unternehmens – ceteris paribus – zu weniger Interesse an der Aktie, geringerer Liquidität und schlechterer Wertentwicklung führt.

Die Qualität der Platzierung spiegelt also die Qualität der Investoren wider unter denen eine Bank Emissionen verteilen kann. Schafft es eine Bank, Emissionen bei mittel- und langfristigen (institutionellen und privaten) Investoren zu platzieren, so spricht dies u. a. für ein großes Vertrauen der Investoren, das sich über einen längeren Zeitraum aufgebaut hat, für den Erfolg der Roadshow und damit für die Qualität einer Emissionsbank.

Die Messung der Qualität der Platzierung erfolgt durch das - gemessen am Platzierungsvolumen – relative Handelsvolumen des ersten Handelstages. Ist das relative Volumen hoch, so spricht dies – ceteris paribus – für eine schlechte Platzierung der Aktien, da unmittelbar nach der Emission relativ viele Investoren ihre Unternehmensanteile verkaufen.

Die durchschnittliche Qualität der Banken hinsichtlich der Platzierung wird durch das arithmetische Mittel der einzelnen relativen Handelsvolumina des ersten Handelstages ausgedrückt. Die Punktzahl der Banken in dieser Kategorie ergibt sich durch Teilung des gewonnenen Wertes durch den höchsten erreichten Wert und anschließender Multiplikation mit dem Faktor 100. Dieser Wert wird nunmehr von 1 abgezogen und das Ergebnis mit dem Faktor 100 multipliziert.

Qualität der Betreuung nach der Emission

Zumeist geht die Betreuung des Emittenten durch das konsortialführende Emissionshaus über den Tag der Emission hinaus. Studien zeigen, dass das Verhalten einer Bank nach der Emission eine wichtige Rolle für die Zufriedenheit der Emittenten und damit für weitere Geschäfte (z. B. Folgeemissionen, Kapitalerhöhungen, M&As, etc.) spielt. Demnach ist die Qualität der Betreuung nach der Emission ein weiteres Kriterium zur Beurteilung der Qualität einer Emissionsbank.

Von einigen seltenen Fällen abgesehen wird der Konsortialführer von Emissionen am Neuen Markt und im SMAX Designated Sponsor des emittierten Titels. Neben der bedarfsweisen Bereitstellung von Liquidität (ähnlich wie ein Market Maker), soll bzw. kann ein Designated Sponsor das Unternehmen in den Bereichen Research, Investor Relations und Publizität betreuen.

Die Aktivitäten der einzelnen Banken im Bereich der Designated Sponsors sind wenig transparent und deren Qualität daher auch schlecht messbar.

In dieser Studie beschränkt sich die Messung der Leistungen des Designated Sponsors auf zwei Kriterien:

1. Rating der Designated Sponsors durch die Deutsche Börse AG
2. Nachhaltigkeit der Aktivität des Designated Sponsors

Für die Vergabe eines Ratings der Deutschen Börse AG ist die durchschnittliche Quotierungsdauer und der durchschnittliche zeitgewichtete Spread der Quotes relevant. Es zeigt sich, dass alle Banken, die sich für das Emissionsbankenranking qualifiziert haben, das Rating AA aufweisen. Dadurch vermag dieses Maß nicht zu diskriminieren und wird im weiteren nicht mehr betrachtet.

Die Nachhaltigkeit der Aktivität einer Bank als Designated Sponsor ist der Anteil der von ihr als Konsortialführer emittierten Titel, in denen sie bis zum 31.12.2000 einen Designated Sponsor stellte, an der Gesamtanzahl der von ihr als Konsortialführer emittierten Titel.

Die Punktzahl der Banken in dieser Kategorie ergeben sich durch Multiplikation des ermittelten Anteils mit dem Faktor 100.

Daten

Zur Ermittlung des Rankings werden Primär- und Sekundärmarktdaten herangezogen. Die Primärmarktdaten sowie Informationen zu den Designated Sponsors stammen von der Deutschen Börse AG und aus den Emissionsprospekten der jeweiligen Unternehmen, die Sekundärmarktdaten von Reuters.

Für das Ranking qualifizieren sich alle Emissionshäuser, die im entsprechenden Jahr mindestens drei IPOs als Konsortialführer begleitet haben. Hierdurch wird die Gefahr gemindert, dass zufällige Entwicklungen das Ranking zu stark beeinträchtigen. Die Mittelwerte, die für die Beurteilung der Qualität des Emissionspreises, der Platzierung und der Aktivitäten des Designated Sponsors berechnet werden, besitzen um so mehr Aussagekraft, je höher die Anzahl der IPOs ist, die für deren Berechnung herangezogen werden. Für das Ranking 1999-2000 qualifizieren sich alle Banken, die im den Rankings 1999 und 2000 enthalten waren.

Ergebnisse

Emissionsbankenranking 1999

Rang	Emissionshaus	Marktanteil (Punkte)	Pricing (Punkte)	Platzierung (Punkte)	Designated Sponsor (Punkte)	insgesamt
1	Goldman Sachs	100	62	51	89	788
2	Deutsche Bank	84	57	13	100	677
3	UBS Warburg	38	79	31	75	574
4	Bank J. Vontobel	9	95	45	100	561
5	Dresdner Bank	45	54	42	93	531
6	BNP Paribas	5	100	8	0	428
7	BHF Bank	8	67	18	100	418
8	Lehman Brothers	22	44	31	100	395
9	DG Bank	26	47	6	94	392
10	Concord Effekten	4	59	37	100	389
11	Norddeutsche Landesbank	5	71	1	67	372
12	Baader Wertpapierhandelsbank	3	48	63	100	367
13	HypoVereinsbank	23	41	0	100	356
14	WestLB Panmure	14	40	11	100	327
15	HSBC Trinkaus & Burkhardt	6	46	25	83	316
16	Sal. Oppenheim	15	39	9	88	313
17	Gontard & Metallbank	10	33	38	100	310
18	Commerzbank	21	23	10	100	286
19	Baden-Württembergische Bank	4	26	45	100	265
20	Credit Suisse First Boston	14	42	37	0	261
21	Bayerische Landesbank	7	26	25	100	257
22	Berliner Effektenbank	2	9	76	0	120
23	Hanseatisches Wertpapierhandelshaus	1	0	59	0	63

Emissionsbankenranking 2000

Rang	Emissionshaus	Marktanteil (Punkte)	Pricing (Punkte)	Platzierung (Punkte)	Designated Sponsor (Punkte)	insgesamt
1	Deutsche Bank	100	31	73	100	697
2	GZ-Bank	1	100	77	100	581
3	Goldman Sachs	67	28	78	75	533
4	UBS Warburg	45	36	72	100	496
5	Credit Suisse First Boston	3	77	35	100	455
6	LB Baden-Württemberg	3	71	57	100	453
7	Commerzbank	23	52	46	94	440
8	Dresdner Bank	25	38	62	100	414
9	BNP Paribas	11	55	66	75	405
10	Nord LB	1	59	53	100	393
11	DG Bank	16	47	40	100	392
12	Baden-Württembergische Bank	4	54	52	100	384
13	BHF Bank	3	56	45	100	381
14	WestLB Panmure	7	38	42	100	322
15	Morgan Stanley	15	27	65	80	313
16	Gontard & Metallbank	3	35	59	90	301
17	HSBC Trinkaus & Burkhardt	3	36	43	100	299
18	Schroder Salomon Smith Barney	10	18	80	100	292
19	HypoVereinsbank	10	23	48	93	273
20	FleetBoston Robertson Stephens	4	21	58	100	258
21	Bank J. Vontobel	2	18	60	100	240
22	MM Warburg	1	22	17	100	209
23	Berliner Effektenbank	0	31	72	-	196
24	Sal. Oppenheim	3	0	55	100	167
25	Concord Effekten	2	8	0	100	140

Emissionsbankenranking 1999-2000

Rang	Emissionshaus	Marktanteil (Punkte)	Pricing (Punkte)	Platzierung (Punkte)	Designated Sponsor (Punkte)	insgesamt
1	Deutsche Bank	100	40	31	100	691
2	Goldman Sachs	78	45	57	85	634
3	UBS Warburg	45	62	42	86	556
4	LB Baden-Württemberg	2	100	20	100	528
5	BNP Paribas	10	89	28	43	467
6	Dresdner Bank	31	41	41	96	425
7	Bank J. Vontobel	4	62	40	100	404
8	BHF Bank	4	67	12	100	396
9	Nord LB	2	72	12	83	391
10	DG Bank	19	44	1	97	350
11	Commerzbank	23	38	7	97	348
1	Baden-Württembergische Bank	4	46	24	100	324
13	Credit Suisse First Boston	6	56	9	38	295
14	WestLB Panmure	9	29	9	100	261
15	HSBC Trinkaus & Burkhardt	4	34	11	92	255
16	Gontard & Metallbank	5	26	32	94	250
17	HypoVereinsbank	13	18	6	96	226
18	Concord Effekten	2	29	0	100	224
19	Sal. Oppenheim	6	0	17	93	134
20	Berliner Effektenbank	1	1	63	0	71