

Der IPO-Sentiment-Indikator

– Informationen für die Presse –

Das Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) hat in Zusammenarbeit mit der Deutschen Börse AG den IPO-Sentiment-Indikator (ISI) entwickelt. Ziel dieses Indikators ist es, eine Prognose für die Primärmarktaktivität am deutschen Aktienmarkt abzugeben. Der Indikator soll ab sofort regelmäßig veröffentlicht werden und für Investoren, Emittenten und Banken zusätzliche Informationen für die Analyse des Primär- und Sekundärmarktes bereitstellen.

Der Indikator wurde vor dem Hintergrund der theoretischen Entwicklungen auf dem Gebiet der verhaltensorientierten Kapitalmarkttheorie (Behavioral Finance) und unter Ausnutzung verschiedener empirischer Befunde aus der Kapitalmarktforschung entwickelt. Der Indikator wird intern seit dem 1. Quartal 2005 berechnet. Er stieg in dieser Zeit von einem Startwert per Ende März von 32,67 Punkten, auf 34,66 Punkte per Ende Juni und schließlich auf 41,33 Punkte per Ende September. Diese Entwicklung steht im Einklang zu der deutlichen Stimmungsverbesserung am Primärmarkt.

Konstruktionsmerkmale

Der ISI wird jeweils zum Quartalsende berechnet und besteht aus zwei Komponenten, nämlich dem Underpricing-Sentiment und dem IPO-Klima. Letzteres wird mittels der Befragung eines Panels von Konsortialbanken, aktiven Investoren und Emittenten ermittelt. Dabei werden fünf Fragen gestellt, wobei die ersten beiden die Attraktivität des IPO-Marktes, die nächsten beiden die Einschätzung des Bewertungsniveaus am Aktienmarkt und die letzte die Einschätzung der zukünftigen IPO-Aktivität betreffen. Die ersten beiden Fragen sind verbunden und werden somit auch verbunden ausgewertet. Die dahinter stehende Idee ist, dass die Einschätzung der Attraktivität des Marktes (Frage 1) abgeglichen werden soll mit den tatsächlichen Handlungen des Befragten (Frage 2). Die Antwort kann als umso zuverlässiger eingestuft werden, je größer die inhaltliche Konsistenz beider Antworten ist. Die Antworten werden auf einer Skala von 1 bis 5 ausgewertet; daraus resultiert ein Gesamtwert für das IPO-Klima, der sich im Bereich von 3 (niedrigster Wert)

bis 60 (höchster Wert) bewegen kann. Zum Ende des 3. Quartals lag dieser Wert bei 35,95, zum Ende des 1. Quartals bei 32,48.

Neben der Befragung wird ein Underpricing-Sentiment ermittelt. Hintergrund dieser Überlegung sind Befunde aus der empirischen Kapitalmarktforschung, wonach sich IPO-Aktivität und Underpricing im Zeitablauf zyklisch verhalten und die langfristige Performance von Erstemissionen umso schlechter zu sein scheint, je höher das Underpricing war. Diese Befunde legen die Vermutung nahe, dass Investoren gemäß dem Behavioral-Finance-Ansatz nicht immer vollständig rational agieren, weshalb es – zumindest vorübergehend – zu systematischen Über- oder Unterbewertungen kommen kann. Steigt die Bewertung am Kapitalmarkt aber, so wird für die Unternehmen ein Börsengang immer attraktiver, weil deren Kapitalkosten sinken. Tatsächlich zeigen empirische Befunde, dass die Unternehmen nach einer Phase mit hohem Underpricing vermehrt über ein eigenes ‚going public‘ nachdenken. Daher ist zu vermuten, dass die IPO-Aktivität mit einem gewissen zeitlichen Abstand vom Niveau des Underpricing abhängt. Tatsächlich deuten mehrere empirische Befunde darauf hin, dass es einen solchen Zusammenhang gibt.

Auf der Grundlage dieser Erkenntnisse ist die Idee entwickelt worden, das Underpricing als Indikator für die zukünftige IPO-Aktivität zu verwenden. Dabei wird vor dem Hintergrund verschiedener verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse jedoch nicht einfach ein durchschnittliches Underpricing ermittelt. Vielmehr wird der Versuch unternommen, das von den Marktteilnehmern wahrgenommene Underpricing zu bestimmen. In Anlehnung an Vorgehensweisen aus anderen Bereichen der angewandten Statistik wird dabei eine asymmetrische Wahrnehmung von positivem und negativem Underpricing unterstellt. Außerdem wird das Underpricing umso weniger stark gewichtet, je länger der Börsengang zurückliegt.

Das so ermittelte wahrgenommene Underpricing lag zum Ende des 3. Quartals bei knapp 15%. Ende des 1. Quartals 2005 sind die Investoren noch von einem Underpricing nahe bei Null ausgegangen. Eine Rückrechnung dieses Underpricing-Sentiments zeigt übrigens, dass seit dem 3. Quartal 2002 das wahrgenommene Underpricing kaum mehr im positiven Bereich war. Damit einher ging eine fast vollständige Austrocknung des Primärmarktes. Erst im 2. Quartal 2005 hat sich die Stimmung mit einem wahrgenommenen Underpricing von gut 2% gedreht. Mittlerweile kann diese wieder als sehr gut bezeichnet werden, was auch in dem starken Anstieg des Underpricing-Sentiment im dritten Quartal zum Ausdruck kommt.

Im Unterschied zum IPO-Klima kann die Prognosekraft des IPO-Sentiment durch eine historische Betrachtung untersucht werden. Es zeigt sich dabei, dass die Veränderung des IPO-Sentiment in 50 von 81 beobachteten Quartalen mit der Veränderung der IPO-Aktivität im darauf folgenden Quartal übereinstimmt. Dieser Zusammenhang ist auch im statistischen Sinne signifikant, was angesichts der weiter oben erwähnten Ergebnisse aus der empirischen Kapitalmarktforschung zu erwarten war.

Schließlich wird das IPO-Sentiment aus dem Zusammenwirken des IPO-Klimas und des Underpricing-Sentiments bestimmt. Zur Vereinfachung wurde hier eine multiplikative Verknüpfung unterstellt. Auf dieser Grundlage ergeben sich dann die eingangs erwähnten Werte für den IPO-Sentiment-Index.