

T. Rischen • E. Theissen

**underpricing in the euro area corporate bond market: new
evidence from post-crisis regulation and quantitative easing**

CFR working paper 18-03

Das Underpricing bei der Erstemission von Aktien ist ein weithin bekanntes und diskutiertes Phänomen. Weniger bekannt ist, dass es auch bei Anleiheemissionen Underpricing gibt. Die Evidenz dafür stammt weitgehend aus den USA, während es zu Europa nur vereinzelte Studien gibt.

In diesem Papier führen wir die bislang umfangreichste Untersuchung zum Underpricing bei europäischen Anleiheemissionen durch. Wir untersuchen eine Stichprobe von über 5.700 Emissionen der Jahre 2002 bis 2017. Die Analyse zeigt, dass es signifikantes Underpricing gibt, und dass die Höhe des Underpricing in systematischer Weise von Eigenschaften der Anleihe wie dem Rating und der Identität des Emittenten abhängt.

Wir untersuchen weiterhin, welche der in der Literatur existierenden Erklärungsansätze am besten geeignet sind, das Underpricing zu erklären. Unsere Ergebnisse stützen informationsbasierte Erklärungsansätze (insbesondere das Bookbuilding-Modell von Benveniste und Spindt 1989), während liquiditätsbasierte Ansätze die Resultate nicht erklären können.

Während der Finanzkrise stieg das Underpricing an, und zwar besonders deutlich bei Emissionen von Finanzinstitutionen. Nach Ende der Finanzkrise fiel das Underpricing nicht wieder auf das Ausgangsniveau zurück, sondern verblieb auf einem deutlich erhöhten Niveau.

Auch die anhand von Geld-Brief-Spannen gemessene Liquidität am Sekundärmarkt stieg während der Finanzkrise an und verblieb auch nach deren Ende auf erhöhtem Niveau. Ähnliche Ergebnisse wurden auch für die USA dokumentiert. Eine mögliche Erklärung sind Änderungen der Regulierung nach der Finanzkrise (wie etwa Basel III und die Volcker-Rule), die die Kosten des Market-Making erhöht haben.

Schließlich untersuchen wir, wie sich die Anleihen-Kaufprogramme der Europäischen Zentralbank, eine Komponente des "Quantitative Easing", auf das Underpricing auswirken. Wir finden Hinweise darauf, dass diese Programme zu einer Verringerung des Underpricing beitragen.