



Foto: KMJ

Emissions- und Handelskosten in Frankfurt und London

## Going Public – Being Public

Auf dem Eigenkapitalforum, das im November 2006 in Frankfurt/Main stattfand, hat die Deutsche Börse AG eine Studie vorgestellt zu der Frage, welche direkten und indirekten Kosten für Unternehmen im Zusammenhang mit dem Börsengang (Going Public) und der Börsennotierung (Being Public) anfallen, und wie diese Kostenkomponenten die Kapitalkosten der Unternehmen beeinflussen. Erarbeitet wurde die Studie vom Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der TUM gemeinsam mit der European Business School.

Zum einen erfasst die Studie die Höhe dieser Kosten für verschiedene Börsensegmente in Frankfurt, zum anderen vergleicht sie die Börsenplätze Frankfurt und London. Eine solche Kostenabschätzung liefert die notwendige Datenbasis sowohl für die Entscheidung über den Börsengang allgemein als auch über den geeigneten Börsenplatz. Es zeigt sich: Der Frankfurter Prime Standard hat deutliche Kostenvorteile gegenüber dem Londoner Main Market. Gleiches gilt für den Entry-Standard in Frankfurt gegenüber dem Alternative Investment Market (AIM).



Foto: Deutsche Börse Group

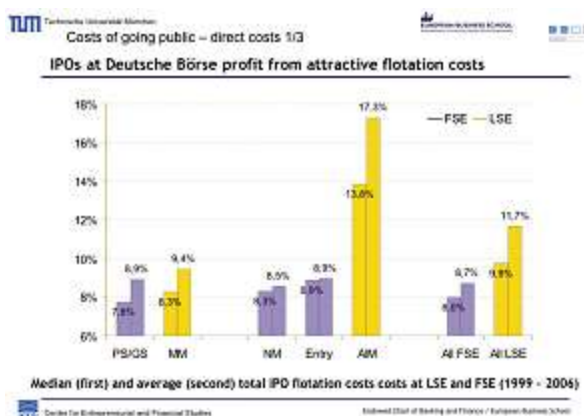
Die Kosten der Eigenkapitalbeschaffung lassen sich unterteilen in solche, die anlässlich des Börsengangs anfallen, und solche im Zusammenhang mit der laufenden Notierung an einer Börse. Zudem setzen sich beide Kostengruppen jeweils aus direkten und indirekten Komponenten zusammen. Diese Komponenten wurden in der Stu-

die untersucht. Anhand von 359 Prospekten für Börsengänge in London und Frankfurt aus den Jahren 1999 bis 2006 wurden die durchschnittlichen direkten Gesamtkosten in Prozent des Emissionserlöses erhoben. Sie liegen in Frankfurt bei 8,7 Prozent, in London bei 11,7 Prozent. Der Vergleich zeigt, dass hauptsächlich das Londoner Marktsegment AIM für diesen deutlichen Unterschied ausschlaggebend ist. Hingegen gibt es zwischen dem Londoner Main Market und den Frankfurter Segmenten Prime Standard, General Standard, Neuer Markt und Entry kaum einen Unterschied.

Die direkten Gesamtkosten können in Bankprovisionen und sonstige Kosten – Börseneinführungsgebühren, Honorare für Anwälte und Wirtschaftsprüfer etc. – unterteilt werden. Es zeigt sich, dass der Unterschied zwischen Frankfurt und London ganz wesentlich durch diese sonstigen Kosten begründet ist, deren Median im betrachteten Zeitraum in Frankfurt bei 2,5, in London bei 4,5 Prozent lag.

Die Kosten des Being Public lassen sich in drei Komponenten unterteilen. Erstens entstehen laufende Gebühren, die die jeweiligen Börsen verlangen. Obwohl es hier deutliche Unterschiede zwischen Frankfurt und London gibt, fallen diese Gebühren letztlich kaum ins Gewicht – schon bei mittelgroßen Unternehmen liegen sie im Promillebereich des Emissionswerts. Zweitens verursachen Kapitalerhöhungen bereits börsennotierter Unternehmen Kosten. Auf Grundlage von 131 Kapitalerhöhungen schätzen die TUM-Wissenschaftler, dass die medianen Emissionskosten in Frankfurt bei 3,3 und in London bei 4,5 Prozent liegen.

Als dritte Komponente sind schließlich die Handelskosten an den jeweiligen Sekundärmärkten zu berücksichtigen. Es zeigt sich, dass sowohl die expliziten als auch die impliziten Handelskosten in London höher sind als in Frankfurt. Ersteres gilt allein schon wegen der in London zu zahlenden Börsenumsatzsteuer, was für Frankfurt einen Kostenvorteil von rund 22 Basispunkten bedeutet. Aber auch die impliziten Handelskosten, die regelmäßig über das Handelsvolumen und die Geld-Brief-Spanne erfasst werden, sind in Frankfurt niedriger – und zwar



Kosten der Börseneinführung in Prozent des Emissionserlöses für verschiedene Marktsegmente in Frankfurt und in London (der erste Wert gibt den Median, der zweite Wert den Durchschnitt). PS/GS: Prime Standard/General Standard; MM: Main Market; NM: Neuer Markt; AIM: Alternative Investment Market; FSE: Frankfurt; LSE: London

außerordentlich. Insbesondere die Unterschiede zwischen dem deutschen Entry-Standard und den britischen Segmenten Main Market und AIM sind hervorzuheben, vor allem, wenn man zusätzlich berücksichtigt, dass die Unternehmen, die in London ein Listing aufgenommen haben, deutlich größer sind als die Initial Public Offerings am Entry-Standard.

Die Ergebnisse dokumentieren auch die gute Qualität der Emissionsbegleiter in Frankfurt, denen es offensichtlich gut gelingt, einen liquiden Handel in den Aktien der deutschen Börsenneulinge zu gewährleisten.

Christoph Kaserer

[www.ifm.wi.tum.de](http://www.ifm.wi.tum.de)

Prof. Christoph Kaserer  
 Wissenschaftlicher Co-Direktor des CEFS  
 Tel.: 089/289-25490  
[christoph.kaserer@cefs.de](mailto:christoph.kaserer@cefs.de)