

**Börsengänge am Finanzplatz Schweiz.  
Vernetzte Finanzintermediäre als Erfolgs- oder Risikofaktor für  
Börsenunternehmen?**

**Abhandlung  
Zur Erlangung des Titels**

**DOKTOR DER WISSENSCHAFTEN**

**der**

**EIDGENÖSSISCHEN TECHNISCHEN HOCHSCHULE ZÜRICH**

**vorgelegt von**

**Christian Kruse**

**Dipl.Geogr., Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main**

**geboren am  
24.05.1970**

**aus  
Deutschland**

**Angenommen auf Antrag von  
Prof. Dr. Hans-Rudolf Schalcher  
Prof. Dr. Alain Thierstein  
Prof. Dr. Hans Geiger**

## Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit untersucht den Ablauf von Börsengängen von schweizerischen High-Tech und Life Science Unternehmen an der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange im Zeitraum von 1996 bis 2002. Dabei konzentriert sie sich auf die Interaktionsprozesse von Finanzintermediären, die an Börsengängen beteiligt sind und mit dem Management von Emissionsunternehmen vor, während und nach der Börsenplatzierung (IPO) zusammenarbeiten.

In einer ersten Hypothese vermutet die Untersuchung, dass Börsengänge am Finanzplatz Schweiz von einem identifizierbaren, vernetzten Akteurssystem von Finanzintermediären umgesetzt worden sind. Die Zusammensetzung und Handlungsfähigkeit des Netzwerkes beeinflusst die Positionierung des Unternehmens an den Publikumsmärkten und in seiner Fähigkeit, sich als öffentlich gehandeltes Unternehmen im Wettbewerb zu etablieren. Die Hypothese zwei vermutet, dass die Basis für die Zusammenarbeit von Unternehmensmanagement und IPO-Finanzintermediären durch den evolutionären Entwicklungspfad, das heisst die Struktur und Organisation des Unternehmens und seiner Wertschöpfungskette vor dem IPO, bestimmt wird. In Abhängigkeit von diesen unterschiedlichen Voraussetzungen, geht die Arbeit in einer dritten Hypothese davon aus, dass durch die intensive Zusammenarbeit des Emittentens mit dem Netzwerk von Finanzintermediären die Unternehmensstruktur, die Organisation von Abläufen sowie die Wertschöpfungskette verändert werden.

Die Hypothesen basieren auf einem theoretischen Diskurs, der sozio-ökonomische Interaktionsprozesse in den Sozial- und Wirtschaftswissenschaften betrachtet. Die Entstehung von Netzwerken, ihre territoriale Einbettung, Funktion und Struktur vor dem Hintergrund sozialen und relationalen Kapitals der Netzwerkmitglieder stehen dabei im Vordergrund. Für die Überprüfung der Hypothesen wurde eine quantitative und qualitative empirisch-methodische Analyse entwickelt. Die zentralen Elemente sind erstens die Recherche und der Aufbau einer eigenen IPO-Datenbank, um statistisch nachweisbare Muster von Konzentrationsprozessen und Netzwerkformen von IPO-Finanzintermediären am Finanzplatz Schweiz zu identifizieren. Zweitens wurde eine Fallbeispieluntersuchung der an der Schweizer Börse SWX Swiss Exchange notierten Unternehmen der High-Tech und Life Science Branche auf der Basis einer Datenanalyse, einer schriftlichen Befragung sowie einer strukturierten Interviewanalyse durchgeführt.

Die Ergebnisse der empirischen Analyse zeigen folgendes Bild. Am Finanzplatz Schweiz existiert ein vernetztes Akteurssystem von sehr wenigen Finanzintermediären. Es konzentriert sich räumlich auf den Finanzplatz Zürich und ist in einem arbeitsteiligen Prozess mit den internationalen Kompetenzzentren in New York und London verknüpft. Von dort aus werden zunehmend die zentralen Aktivitäten im IPO-Prozess gesteuert. Die IPO-Finanzintermediäre am Finanzplatz Zürich besitzen jedoch spezifisches, lokales Wissen, das für die Platzierung der

Unternehmen an der SWX Swiss Exchange wichtig ist. Während des IPO-Zyklus von 1996 bis 2002 entwickelte sich das vernetzte Akteurssystem von einem losen über ein strukturelles zu einem starren Netzwerk. Erfahrungen, Wissen und kollektive Lernprozesse formen das relationale Kapital, mit dem sich das Netzwerk entwickelte. Aspekte sozialen Kapitals wie mangelndes Vertrauen, Machtausnutzung und strukturelle Autonomie von Schlüsselpersonen führten allerdings auch zu verstärkten Konkurrenzverhalten unter den Akteuren. Das Meiden von ehemaligen Netzwerkpartnern, zu grosses vertrauliches Wissen sowie gezielte Beeinflussung von IPO-Prozessen anderer Lead-Banken erschweren die Netzwerkinteraktionen und bedeuten ineffiziente IPO-Prozesse für die Emittenten.

Die Arbeit hat gezeigt, dass IPO's keine standardisierten, routinierten Abläufe darstellen. Die Börsenunternehmen gehen mit unterschiedlichen strukturellen Voraussetzungen in einen IPO-Prozess. Diese lassen sich zu einer übergeordneten Typologie von IPO-Unternehmen zusammenfassen. Dadurch sind die Interaktionsprozesse zwischen den Finanzintermediären und den Unternehmen vor, während und nach dem IPO differenzierbar. Die Arbeit zeigt, dass eine erfolgreiche Börsenplatzierung unmittelbar an eine gewachsene und vernetzte Wertschöpfungskette des Unternehmens, den Erfahrungen und Kompetenzen des Managements des Emittenten sowie der Netzwerkkonstellation der Finanzintermediäre gekoppelt ist.

Der eigentliche IPO-Prozess verändert die Börsenkandidaten in Abhängigkeit ihres evolutionären Entwicklungspfades vor dem IPO. Die zentrale Erkenntnis ist hierbei, dass der IPO keinen Einfluss auf die fundamentalen, technologiebasierten Abläufe des Innovationsprozesses hat. Aber er hat bedeutenden Einfluss auf strategische Managemententscheidungen, die den Innovationsprozess in neuen funktionalen Organisationsstrukturen, arbeitsteilige Prozesse und Vernetzungen einbetten.

In einer synthetischen Wertung der Ergebnisse der Untersuchung reflektiert die Arbeit abschliessend übergeordnete Erkenntnisse. Sie diskutiert Lernprozesse von Finanzintermediären und von Börsenunternehmen in einer Restrukturierungsphase, beschreibt Verlagerungen von Wissen an die Finanzplätze New York und London und zeigt die Bedeutung der Erhaltung des spezifischen, lokalen Kompetenzenpools für sowohl die Finanzintermediäre im nächsten IPO-Zyklus als auch für den Finanzplatz Schweiz auf. Sie wägt ab, ob ein IPO-Netzwerk eine Chance oder Risiko für Emittenten ist. Es ist eine Chance, wenn mit dem IPO eine langfristige Einbettung des Unternehmens in die Finanz- und Absatzmärkte verfolgt wird und die beteiligten Finanzintermediäre durch ihre Netzwerkpotenziale die entsprechenden Voraussetzungen schaffen. Es ist ein Risiko, wenn die beteiligten Netzwerkakteure in starren Strukturen operieren müssen und durch Lock-In-Situationen der Finanzintermediäre der IPO ineffizient verläuft. Ein Emittent ist dann einer Dynamik der Finanzmärkte ausgeliefert, die sie selbst nicht mehr steuern kann.

## Executive Summary

The work presented here examines the course of initial public offerings made by Swiss high-tech and life science enterprises on the SWX Swiss Exchange between 1996 – 2002. In doing so, it focuses on the interaction processes of financial intermediaries who take part in initial public offerings and work together with the management of stock enterprises prior to, during and following a stock exchange placement (IPO).

A first hypothesis conjectures that initial public offerings in Switzerland's financial place have been transacted by an identifiable, networked system of market participants of financial intermediaries. The network's constellation and performance abilities effect the positioning of the enterprise in the public markets as well as its ability to establish itself as a publicly traded enterprise within the competition. A second hypothesis postulates that the basis for collaboration between enterprise management and the IPO financial intermediaries is rooted in the evolutionary development path, i.e., the structure and the organization of the enterprise and its value added chain prior to the IPO. Based on these suppositions, this work then infers a third hypothesis: that the intense collaboration between the enterprise and the network of financial intermediaries alters the structure of the enterprise, the organization of its operational activities as well as the value added chain.

These hypotheses are drawn from a theoretical discourse which takes a look at the socio-economical interaction processes in the social sciences and economics. In the foreground stands the development of networks, their territorial embedding, function and structure, in front of a backdrop of the social and relational capital of networking participants.

A quantitative and qualitative empirical method approach has been implemented in examining the hypotheses. First, an IPO data bank was developed in order to identify statistically verifiable models of concentration processes and network forms of IPO financial intermediaries in Switzerland's financial place. A case study analysis was then developed of the enterprises in the high-tech and life science branches listed on the Swiss Stock Exchange SWX Swiss Exchange, based on data analysis, a written survey as well as the implementation of a structured interview analysis.

The results of the empirical analysis depict a networking system of market participants comprised of very few financial intermediaries at Switzerland's financial place, with concentration primarily around Zurich's financial place. It is linked through a division of labor process with the international centers of competency in New York and London, from where the main activities of IPO processes are increasingly being steered. However, IPO financial intermediaries in Zurich's financial place possess specific, local knowledge that is important in the placement of enterprises on the SWX Swiss Exchange.

During the IPO cycle between 1996 – 2002, the networked system of market participants went from being loosely-shaped to well structured to ultimately very rigid. Relational capital is formed out of the experience,

knowledge and collective learning processes with which a network develops. Aspects of social capital such as lack of trust, misuse of power and structural autonomy of key persons also lead indeed to increased competitive behavior among the market participants. Avoidance of former networking partners, too much confidential knowledge as well as focused manipulation of the IPO processes of other leading banks impede networking interactions and imply inefficient IPO processes for the issuers.

This work presented here makes evident that IPOs do not display any standardized, routine operational processes. Stock exchange enterprises deal with differing structural prerequisites during the IPO process. This leads to a superordinated typology of IPO enterprises. Thereby, the interaction processes between the financial intermediaries and the enterprises prior to, during and following the IPO are differentiable. This work also shows that a successful stock exchange placement is directly linked to the developed and networked value added chain of an enterprise, the experience and competency of the issuer management as well as the networking constellation of the financial intermediaries.

The actual IPO process effects the stock exchange candidates through the dependency of their evolutionary development path prior to the IPO. The main insight hereby is that the IPO has no influence on the fundamental technologically-based set of operations of the innovations processes. But it has a significant influence on the strategic decisions of management, which embed the innovations process in the new functional structures of organization, division of labor processes and the networkings.

In a synthesized assessment of the study's results, the work presented here reflects superordinated findings. It discusses learning processes of financial intermediaries and stock exchange enterprises during a restructuring phase, describes the relocation of knowledge to New York and London's financial places, and shows the importance of preserving the specific, local pools of competency for not only the financial intermediaries in the next IPO cycle, but also for Switzerland's financial place. It weighs the degree to which an IPO network is a chance or a risk to the issuer. It is a chance, if the IPO-process follows a sustainable embedding of the issuer within the financial and the product markets through the work and network potential of the participating financial intermediaries. It is a risk, if the financial intermediaries interact within rigid network structures and are influenced by lock-in-situations which lead to inefficient IPO-processes. The issuer would be committed to a dynamic of the financial markets, which the issuer could not easily control.