



## Aandelenemissies: altijd prijs voor kopjesjagers?

**Auteur(s):**Hoeljen, H.J. van  
Sar, N.L. van der*Verbonden als SAP-consultant aan Cap Gemini resp. aan de capaciteitsgroep Financiering en belegging, Erasmus Universiteit Rotterdam.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4190, pagina 129, 19 februari 1999

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

financiering

*Aandelenemissies lijken telkens met een te lage uitgiftekoers gepaard te gaan. Toch kan een lage uitgiftekoers verdedigbaar zijn. Hoewel Endemol op de eerste handelsdag met maar liefst 18% steeg, was de uitgiftekoers niet te laag. Voor Beter Bed ligt dat anders.*

De laatste jaren is er in Nederland bijzonder veel aandacht geweest voor aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs. Wie herinnert zich niet de eerste beursgang van Endemol in 1996, Baan en Vendex in 1995 en KPN in 1994? En wie is de daarbij optredende koersstijgingen vergeten, met name op de eerste dag van notering? In 1996 bedroeg het initiële rendement, dat wordt gemeten op basis van de slotkoers van de eerste dag en de introductiekoers, gemiddeld genomen maar liefst 13,3%. Bovendien laten de cijfers voor de aandelenfondsen Van Leer, Toolex Alpha, Endemol en Beter Bed zien dat er in alle gevallen in 1996 sprake lijkt van een te lage uitgiftekoers (zie [tabel 1](#)).

**Tabel 1. Aandelenintroducties in 1996**

fonds	datum 1996	introductie- prijs	slotkoers 1e dag	gerealiseerd initieel rendement
		f	f	%
Van Leer	3 mei	32	33,5	4,7
Toolex Alpha	10 mei	35,6 <sup>a</sup>	43,2	21,4
Endemol	1 november	48	56,5	17,7
Beter Bed	2 december	28	30,6	9,3

a. De uitgifteprijs was vastgesteld op 21 dollar; omgerekend f 35,6.

Dus, inschrijven op iedere aandelenintroductie en de toegewezen aandelen verkopen aan het slot van de eerste handelsdag zou voor beleggers een lucratieve strategie geweest zijn. Zijn de aandelen daarmee ook tegen een te lage introductieprijs naar de Amsterdamse Effectenbeurs gebracht? Anders geformuleerd, zijn de ondernemingen niet te goedkoop van de hand gedaan? Een bevestigend antwoord zou, bijvoorbeeld, betekenen dat de eigenaars-verkopers van Endemol miljoenen hebben laten liggen door een te lage introductiekoers en dat de vrolijkheid van de beide heren Van den Ende en De Mol na het verschijnen van de eerste koersen misplaatst was, tenminste voor zover deze niet veroorzaakt werd door meneer Wijdbeens (André van Duin).

Ook gedurende de periode 1980-1995 bleken de 77 aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs zeer rendabel (in ieder geval tot slot eerste dag), getuige het gemiddelde initiële rendement van 7,7%. Een internationale vergelijking laat zelfs zien dat 7,7% niet opvallend hoog genoemd kan worden<sup>1</sup>. Zo vonden Ibbotson, Sindelar en Ritter een gemiddeld initiële rendement van 15,3% voor de VS gedurende de periode 1960-1992, Levis 14,3% voor Groot-Brittannië (1980-1988) en Lee, Taylor en Walter 16,4% voor Australië (1976-1989)<sup>2</sup>. In dat licht bezien lijkt het wat naïef om zonder meer te stellen dat de introductiekoers stelselmatig te laag gekozen wordt.

De hoogte van de introductiekoers volgt in het algemeen uit nauw overleg tussen de uitgevende onderneming en de 'underwriter', de financiële instelling met de grootste rol bij de begeleiding van de eerste beursgang. Daarvoor is natuurlijk een doorwrochte analyse van de huidige en toekomstige activiteiten benodigd en daarmee samenhangend de vaststelling van de juridische, fiscale en financiële structuur. De uitkomst van de waardebeoordeling van de onderneming is met onzekerheid omgeven. Nog belangrijker is de perceptie daarvan in de markt. Als beleggers onzeker zijn over de marktwaarde van een onderneming zullen ze dat bij de beursgang in rekening brengen. Door het eisen van een premie in vorm van een korting op de prijs zal een lage(re) introductiekoers resulteren.

In dit artikel gaan we kort in op het bestaan van asymmetrische informatie tussen verschillende partijen en het daarmee samenhangende strategische gedrag volgens het model van Rock<sup>3</sup>. Tevens bespreken we de hierop gebaseerde relatie tussen de mate van laag prijzen en de onzekerheid over de waarde van een beursintroductie. Vervolgens gaan we in op de vraag of de fondsen Van Leer, Toolex Alpha, Endemol en Beter Bed bij introductie op de Amsterdamse Effectenbeurs in 1996 verkeerd geprijsd waren. We sluiten af met enige kanttekeningen en een conclusie.

## De winnaarsvloek bij aandelenemissies

De aanwezigheid van goedkope emissies op alle aandelenbeurzen heeft geleid tot verschillende theorieën ter verklaring daarvan. De belangrijkste is waarschijnlijk die van Rock. Hij gaat uit van informatie-asymmetrie onder beleggers: sommige beleggers zijn perfect geïnformeerd over de waarde van de introductie, andere beleggers hebben geen enkele informatie. Voor de laatste categorie kan men denken aan kleine particuliere beleggers waarbij het ontbreekt aan de middelen om uitgebreid onderzoek te doen naar de marktwaarde van nog niet eerder verhandelde aandelen. De geïnformeerde beleggers zullen alleen proberen aandelen te kopen die te laag geprijsd zijn terwijl niet-geïnformeerde beleggers geen onderscheid kunnen maken. Het resultaat is dat niet-geïnformeerde beleggers slechts een fractie van de meest aantrekkelijke aandelen toegewezen zullen krijgen, en juist veel van de minst aantrekkelijke aandelen. De niet-geïnformeerde belegger wordt dus geconfronteerd met de 'winner's curse': wordt het aantal aandelen waarop is ingeschreven volledig toegewezen dan is het verwachte initiële rendement lager dan het gemiddelde. Niet-geïnformeerde beleggers zullen alleen op beursintroducties inschrijven als er, gemiddeld genomen, sprake is van een voldoende grote korting ter compensatie van de voor hen ongunstige toewijzing. Een belangrijke implicatie is dat als de onzekerheid over de waarde van een aandelenintroductie toeneemt, de korting (ofwel de mate van laag prijzen) zal stijgen. Immers, de 'winner's curse' wordt dan groter.

## Onzekerheid bij emissies

Het eerste deel van ons onderzoek gaat over de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende de periode 1980-1995. Van 77 aandelenintroducties is het initiële rendement verklaard uit een beperkt aantal variabelen die de verwachte onzekerheid omtrent het toekomstige koersverloop benaderen.

De eerste verklarende variabele is bèta. Deze meet de gevoeligheid van het aandeel voor marktwijde bewegingen en is berekend over de eerste vijftien handelsdagen. Het is plausibel dat deze ex post-variabele gerelateerd is met ex ante-onzekerheid. Immers, juist voor beursintroducties met een grote gevoeligheid voor marktbevingen, direct en kort na de eerste dag van notering lijkt het aannemelijk dat over de marktwaarde daarvoor relatief veel onzekerheid bestond.

De tweede verklarende factor is de gestandaardiseerde volatiliteit van het rendement. Ook hier zijn de eerste vijftien handelsdagen weer als ex post-benadering gekozen. Omdat de koersschommelingen na een beursintroductie niet alleen gerelateerd behoeven te zijn met ex ante-onzekerheid maar ook samenhangen met de volatiliteit van de beurs, standaardiseren wij door het quotiënt te nemen met de standaardafwijking van het totale marktrendement.

De derde verklarende factor betreft het in het prospectus vermelde aantal motieven van de eerste beursgang. Bij een groter aantal is een grotere onzekerheid omtrent de toekomstige kasstromen te verwachten.

Naast onzekerheid wordt het initiële rendement ook verklaard uit het totale marktrendement van de aandelenbeurs. Dit is gemeten met de CBS-herbeleggingsindex exclusief Koninklijke Olie over dezelfde periode als het initiële rendement. De coëfficiënt hiervan kan worden geïnterpreteerd als het over beursintroducties gemiddelde systematische risico. De uitkomst van onze cross-sectie is samengevat in [tabel 2](#).

**Tabel 2. Factoren die bijdragen aan het initiële rendement. Slechts een gedeelte van de resultaten van de regressie is opgenomen**

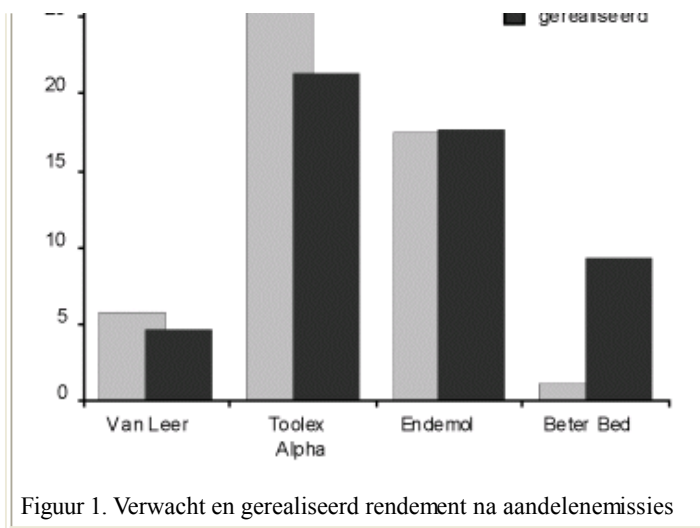
	bijdrage aan rendement %	t-waarde
Bèta	3,54	3,13
Volatiliteit	2,43	4,27
Doelen van emissie	2,93	2,65
Beursindex	1,99	5,20

Door het gebruik van ex post-variabelen kan de geschatte vergelijking niet worden toegepast voor het voorspellen van initiële rendement. Wel kan ze worden gehanteerd bij een evaluatie achteraf van het introductieproces, in het bijzonder voor wat betreft de vaststelling van de introductiekoers.

## Beursintroducties in 1996

Na introductie, dus achteraf, bepalen we de waarden van de verklaringsvariabelen uit [tabel 2](#) voor de fondsen Van Leer, Toolex Alpha, Endemol en Beter Bed. Door de berekende waarden te substitueren in de geschatte vergelijking kan het initiële rendement worden bepaald dat wordt gerechtvaardigd door de bijbehorende ex ante-onzekerheid van het fonds en het systematische risico bij emissies (zie [figuur 1](#)). Een vergelijking met de gerealiseerde initiële rendementen laat zien dat de verschillen voor Van Leer, Toolex Alpha en Endemol niet groot zijn. Bijvoorbeeld, voor Endemol blijkt het gerealiseerde initiële rendement 0,2% hoger te zijn dan op grond van de ex ante-onzekerheid mocht worden verwacht. Er is dus geen reden om te twijfelen aan de juistheid van de indertijd gestelde introductieprijs van 48 gulden. De direct betrokkenen Van den Ende en De Mol waren dus terecht vrolijk op de eerste handelsdag: achteraf gezien hebben ze geen miljoenen laten liggen.





Men kan zich natuurlijk afvragen wat er gebeurd zou zijn als het gerealiseerde rendement substantieel lager zou zijn geweest dan op basis van de ex-ante onzekerheid mocht worden verwacht. Dit zou de reputatie van de betrokken waarborger (underwriter) schaden met als implicatie een toekomstige daling in marktaandeel. Het zou tevens betekenen dat de analyse voor de onderneming te positief is geweest. Dat zou nadelige consequenties kunnen hebben, bijvoorbeeld bij een later beroep op de vermogensmarkt. In het extreme geval dat het gerealiseerde initiële rendement zelfs negatief zou zijn, zou dit de naam van de betrokken underwriter en het betreffende fonds sterk schaden. Om de kans op zulke calamiteiten te verkleinen, dus ter bevordering van het functioneren van de markt, is het de underwriter dan toegestaan binnen de richtlijnen van de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende een bepaalde periode na introductie de koers te stabiliseren. Overigens, de cijfers tonen geen negatieve realisaties van het initiële rendement.

### Wie zat te slapen?

Van de gerealiseerde initiële rendementen lijkt dat van Beter Bed niet bijzonder hoog. Zo is er nauwelijks enig verschil met het gemiddelde van 7,7% van de 77 introducties in de periode 1980-1995. Toch kan niet geconcludeerd worden dat de introductiekoers van f 28 correct was. Immers, de ex-ante-onzekerheid betreffende de marktwaarde van Beter Bed rechtvaardigde een initieel rendement van slechts 1,2%. De introductiekoers van Beter Bed lijkt dus te laag gekozen, een introductiekoers van f 30 gulden was beter op zijn plaats geweest. In ieder geval denken wij dat in het geval van Beter Bed een nadere analyse van het introductieproces, inclusief de vaststelling van de introductiekoers, niet onverstandig zou zijn.

### Conclusie

De aandelen die in 1996 op de Amsterdamse Effectenbeurs werden geïntroduceerd laten hoge initiële rendementen zien, gemiddeld genomen maar liefst 13,3%. En niet alleen 1996 was in dit opzicht een goed jaar. Gedurende de periode 1980-1995 leverde inschrijven op nieuwe aandelen en de toegewezen hoeveelheid aan het eind van de eerste handelsdag verkopen gemiddeld genomen 7,7% op. Dat wil nog niet zeggen dat een dergelijke strategie voor iedereen mogelijk of raadzaam is. Grote (institutionele) beleggers zullen het aan hen toegewezen deel niet zomaar van de hand doen. Vaak zijn ze gebonden aan afspraken over een minimum-periode waarover de aandelen moeten worden aangehouden. Bovendien, om als een betrouwbare partij in het introductieproces te worden gezien is een lange(re) termijnvisie belangrijk. Voor kleine beleggers is het minder eenvoudig om een (grote) partij aandelen bij introductie te verwerven, met name als er sprake is van overtekening. Immers, indien mogelijk zal de underwriter bij toewijzing de voorkeur geven aan een kwalitatief goede vraag boven arbitrageanten en speculatief ingestelde beleggers. Bij de tegenwoordig veel toegepaste introductietechniek van 'bookbuilding' kunnen beleggers binnen een van tevoren vastgestelde bandbreedte aangeven hoeveel ze tegen welke prijs willen afnemen. Kenmerk van deze introductiemethode is de grote mate van transparantie. Een belangrijke implicatie hiervan is de mogelijkheid tot sturing van de plaatsing van aandelen, zodat toewijzing aan beleggers die uit zijn op een snelle koerswinst kan worden voorkomen.

Van de vier aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs in 1996 blijken Van Leer, Toolex Alpha en Endemol correct geprijsd te zijn. Echter, voor Beter Bed blijkt het gerealiseerde initiële rendement ruim acht procentpunt hoger te zijn dan het door ex-ante-onzekerheid (in combinatie met systematisch risico) gerechtvaardigde initiële rendement. Dit leidt tot de suggestie dat de gestelde introductiekoers te laag is geweest en dat er miljoenen zijn blijven liggen.

1 R.G. Ibbotson en J.R. Ritter, Initial public offerings, in: R. Jarrow, V. Maksimovic en W.T. Ziemba (red.), *Finance, Handbooks in operations research and management science* 9, Elsevier Science, Amsterdam, 1995, blz. 993-1016.

2 R.G. Ibbotson, J.L. Sindelar en J.R. Ritter, The market's problems with the pricing of initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, blz. 66-74; M. Levis, The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988, *Financial Management*, 1993, blz. 28-41; P.J. Lee, S.L. Taylor en T.S. Walter, Australian IPO pricing in the short and long run, *Journal of Banking and Finance*, 1996, blz. 1189-1210.

3 K.F. Rock, Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, 1986, blz. 187-212.