



Beursnotering: een lust of een last

Auteur(s):

Hilgers, G.
Jong, A., de
Verboven, A.H.F.

De eerste auteur was ten tijde van dit onderzoek werkzaam bij First Dutch Capital Amsterdam. De tweede auteur is verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. De derde auteur is werkzaam bij First Dutch Capital en de Katholieke Universiteit Brabant.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4329, pagina 788, 12 oktober 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

aandelen

In de afgelopen twee jaar heeft een aantal ondernemingen de notering aan de Amsterdamse effectenbeurs beëindigd. Welke redenen hebben zij en hoe legitiem zijn die?

Een beursnotering werd lange tijd gezien als bekroning van een succesvol bestaan als niet-genoteerde onderneming. De notering bracht nieuwe kansen en mogelijkheden door het potentieel aan investeerders, de naamsbekendheid, en een uitstapmoment voor oorspronkelijke investeerders. Gedurende de jaren negentig is het aantal nieuwe noteringen enorm toegenomen. In 1998 en 1999 hebben 34 ondernemingen een beursnotering gekregen. Recentelijk lijkt een omslag plaats te vinden. Ondernemingen hebben in het openbaar hun ontevredenheid geuit over de beursnotering. Een aantal ondernemingen heeft ervoor gekozen de beursnotering te beëindigen.

De beëindiging vindt meestal plaats via een zogenaamde 'public-to-private'-transactie, ofwel 'delisting'. Na een dergelijke transactie zijn de aandelen van de onderneming niet meer publiekelijk verhandelbaar, maar in handen van private investeerders. In deze bijdrage onderzoeken wij waarom ondernemingen public-to-private-transacties uitvoeren.

Wij hebben interviews gehouden met vier bestuursvoorzitters die in het openbaar hebben aangegeven een delisting te overwegen of te hebben uitgevoerd. In deze interviews zijn de redenen voor de ontevredenheid besproken. Wij onderzoeken de relevantie van deze redenen nader door vijftien 'ontevreden' ondernemingen te vergelijken met de overige in Amsterdam genoteerde fondsen.

Ontevredenheid

Hoewel volgens uitingen van bestuursvoorzitters in de media de recente ontevredenheid over beurs-noteringen veelal verband houdt met koersontwikkelingen, is het niet mogelijk om de precieze voor- en nadelen van een notering te destilleren uit de uitspraken gedaan in de media. Ook de financieel-economische literatuur biedt weinig aanknopingspunten. Hoewel de voordelen van een beursgang uitgebreid worden toegelicht, bestaat er weinig aandacht voor de nadelen van een plaatsje op het koersenbord¹. Daarom beginnen wij ons onderzoek met het interviewen van bestuursvoorzitters, waarbij door de voorzitters en theorie gesuggereerde motieven diepgaand worden besproken².

De last

Als het aandeel van een onderneming ondergewaardeerd is, kan de notering niet gebruikt worden voor haar belangrijkste functies: het aantrekken van extra eigen vermogen en het gebruik van de aandelen als betaalmiddel bij een fusie of een overname. Wanneer namelijk extra aandelen worden uitgegeven tegen de lage koers, zal het aandelenkapitaal verwateren. Bij een aandelenruil geldt dat een relatief groot deel van de onder-neming uit handen wordt gegeven.

Onderliggende redenen voor de structureel lage beurskoers zijn volgens de bestuursvoorzitters de lage liquiditeit van het aandeel, het in hun ogen op de korte termijn gerichte gedrag van kleine beleggers en de afnemende vraag naar kleinere fondsen. In de literatuur is beschreven dat beleggers een lage liquiditeit negatief waarderen. De afnemende vraag naar kleinere fondsen wordt onder andere veroorzaakt door de komst van de euro en Euronext. Beleggers gaan zich meer op sectoren richten. Binnen deze verschillende sectoren kiezen zij voor de in indices opgenomen grotere en internationale fondsen. Bovendien verwachten de bestuursvoorzitters dat het nieuwe handelssysteem van Euronext, waarbij kleine fondsen nog maar twee maal per dag verhandeld worden, de vraag naar deze fondsen verder zal verminderen.

Het gebrek aan externe financieringsmogelijkheden door een lage beurskoers speelt vooral als de onderneming overnames wil doen en niet over een ruime kas-positie beschikt. Daarnaast heeft de lage beurskoers ook een negatieve invloed op de motivatie van het management en personeel en op het imago van de onderneming.

Overige lasten

Naast de lage beurskoers kwam uit de interviews naar voren dat een deel van de bestuursvoorzitters van mening is dat kleine beleggers er een kortetermijnvisie op na houden. Dit maakt het voor het management moeilijker om zich te richten op de langetermijnstrategie. De bestuursvoorzitters zien het als een groot voordeel dat zij hier geen of minder rekening mee hoeven te houden, wanneer de onderneming in handen is van één of een beperkt aantal aandeelhouders met een langetermijnvisie.

Ook het bieden van een uitstapmogelijkheid aan (groot)aandeelhouders wordt beschouwd als een argument voor het beëindigen van de notering. De aandeelhouders kunnen door de lage liquiditeit hun aandelen niet verkopen zonder dat de koers sterk negatief beïnvloed wordt. In het geval van public-to-private is geen sprake van een koersdrukkend effect. Vaak biedt de kopende partij zelfs een premie op de huidige koers, omdat de huidige aandeelhouders aannemen dat de biedende partij perspectiefrijke informatie over de onderneming bezit.

Theorie

Er zijn ook theoretische argumenten voor het beëindigen van de notering. Transactiekosten die verbonden zijn aan een beursnotering zullen vermeden worden. Tevens kan een vijandige overname worden voorkomen. Wanneer de onderneming in handen is van een beperkt aantal aandeelhouders die fungeren als een 'witte ridder', is het voor een derde partij niet mogelijk om de aandelen in handen te krijgen. Bovendien zal de toename van het percentage vreemd vermogen in bepaalde gevallen een disciplinerende werking hebben. Zo wordt het management van een onderneming met veel vrije kasstromen en weinig investeringsmogelijkheden gedwongen jaarlijks geld uit te keren aan de vreemd vermogensverschaffers. De druk om dit te doen is minder hoog in het geval van eigen aandelenvermogen. Voorts is er het fiscale voordeel, hetgeen alleen geldt voor ondernemingen die voldoende winst maken. Sommige ondernemingen beschikken over zeer concurrentiegevoelige informatie, waarbij te denken valt aan nieuwe technologieën of producten. Wanneer deze informatie gecommuniceerd wordt naar de verschaffers van publiek kapitaal, zal deze ook in handen komen van concurrenten, die de informatie ten nadele van de onderneming kunnen gebruiken. Bij privaat kapitaal zal dit gevaar minder groot zijn.

De lusten

Er bleken ook argumenten te zijn die het uitvoeren van een public-to-private transactie tegenhouden. In de eerste plaats is dit het positieve imago-effect dat een beursnotering met zich meebrengt. Ook bleek dat commissarissen het statusverlies vaak niet accepteren.

Kenmerken

Naast de vier ontevreden ondernemingen die wij hebben geïnterviewd, hebben ook andere ondernemingen hun ontevredenheid publiekelijk geuit. In totaal hebben wij vijftien ondernemingen geïdentificeerd als ontevreden. Van deze beursfondsen heeft een tiental in de periode tussen 1 januari 2000 en 1 maart 2001 aangegeven te overwegen de beursnotering te beëindigen. Daarnaast zijn vijf ondernemingen opgenomen die een delisting hebben uitgevoerd.

De vijftien ontevreden ondernemingen worden vergeleken met de overige ondernemingen met een notering aan Euronext Amsterdam. Uit de REACH dataset van Nederlandse ondernemingen zijn alle genoteerde ondernemingen geselecteerd waarvoor data beschikbaar zijn ³. Deze zijn aangevuld met gegevens uit het *Handboek Nederlandse beursfondsen*, edities 1999 en 2000 ⁴. In totaal bestaat de dataset uit vijftien 'ontevreden' en 130 'tevreden' ondernemingen. Alle zijn niet-financiële ondernemingen.

De gebruikte variabelen zijn in [tabel 1](#) opgenomen. De variabelen koers/winstverhouding en markt/boekwaarde eigen vermogen meten of de onderneming is onder- of overgewaardeerd, door de marktprijs te vergelijken met een boekhoudkundige grootheid. Tevens wordt een absolute maatstaf gebruikt: het rendement op het eigen vermogen. Dit marktrendement wordt gesplitst in het dividendrendement en de koersstijging. De liquiditeit van het aandeel wordt in absolute termen gemeten als de beursozset van het aandeel per jaar. Tevens wordt de relatieve omzet gemeten als het quotiënt van de beursozset en de marktwaarde van de aandelen. De concentratie van het aandelenbezit is een maatstaf voor liquiditeit en voor de aanwezigheid van kleine beleggers. Concentratie wordt gemeten als het bezit van de grootste aandeelhouder met een belang van meer dan vijf procent en de drie grootste aandeelhouders met belangen boven de vijfprocentgrens. Het totale aandelenbezit door houders van minder dan vijf procent van het geplaatste aantal aandelen wordt gewoonlijk aangeduid als de 'free float'. De ondernemingsomvang wordt gemeten als de marktwaarde van het eigen vermogen. Tevens is onderzocht of de ondernemingen deel uitmaken van de AEX- of Midkap-indices. De liquiditeit van de onderneming wordt vastgesteld aan de hand van de kasstroom en de voorraad liquide middelen. De ratio schuld/balanstotaal meet de vermogensstructuur.

Tabel 1. Financiële verschillen tussen tevreden en ontevreden ondernemingen

variabelen	ontevreden	tevreden	tevreden, klein
koers/winstverhouding	17,02	25,66	30,25
markt/boekwaarde ratio eigen vermogen	2,08	6,54*	6,79
marktrendement eigen vermogen	-0,25%	14,45%**	9,87%*
- waardestijging aandeel	-2,10%	11,93%*	7,32%*
- dividendrendement aandeel	1,86%	2,52%	2,55%
omzet aandeel (mln gulden)	86	232**	81
omzet aandeel/marktwaarde aandelenvermogen	0,58	0,91	0,69
aandelenbezit grootste aandeelhouder	25,7%	24,9%	28,2%
aandelenbezit drie grootste aandeelhouders	38,3%	37,6%	43,8%
free float (100%-aandelenbezit grootaandeelhouders)	52,9%	55,9%	47,9%
marktwaarde aandelenvermogen (mln gulden)	211	6245	238
opgenomen in AEX-index	0%	15%*	4%
opgenomen in AEX- of Midkap-index	13%	25%	5%
liquide middelen en effecten/balanstotaal	0,06	0,12*	0,13*

kasstroom/balanstotaal	0,10	0,10	0,09
schuld/balanstotaal	0,54	0,54	0,54
aantal waarnemingen	15	130	83

In de kolommen 'tevreden' en 'tevreden, klein' is * of ** opgenomen indien het gemiddelde van een variabele voor deze groep significant verschilt van het gemiddelde voor de 'ontevreden' ondernemingen op respectievelijk 10%-niveau en 5%-niveau.

Voor de variabelen is het gemiddelde over de periode 1997-1999 genomen, teneinde te corrigeren voor extreme fluctuaties in de waarnemingen. De variabelen die de liquiditeit van het aandeel, de concentratie van het aandelenbezit en de opname in de indices meten, zijn over 1999 gemeten. De gekozen periode gaat vooraf aan de periode waarin de ontevredenheid kenbaar is gemaakt en stelt ons in staat te onderzoeken of de onderzochte kenmerken hebben geleid tot de ontevredenheid.

Resultaten

In de tweede en derde kolom van [tabel 1](#) worden de gemiddelden vergeleken van de tevreden en ontevreden ondernemingen. Zowel de markt/boekwaarde ratio als het marktrendement zijn significant verschillend. Tevreden ondernemingen hebben zowel een relatief hogere waarde als een hoger absoluut rendement. Het hogere rendement blijkt veroorzaakt te worden door een grotere koersstijging, terwijl de dividendbetalingen niet significant verschillen. Deze resultaten wijzen op de onderwaardering die de ontevreden ondernemingen in de interviews noemen. Als reden voor de onderwaardering werd de liquiditeit van de aandelen genoemd. In de empirische resultaten blijkt dat ontevreden ondernemingen een significant lagere absolute omzet van de aandelen hebben. De relatieve omzet, de concentratie van het aandelenbezit en de 'free float' laten echter geen significante verschillen zien. Geen van de ontevreden ondernemingen is in de AEX-index opgenomen, terwijl vijftien procent van de overige ondernemingen wel onderdeel van deze index uitmaakt.

Dit significante verschil wordt niet teruggevonden indien tevens de Midkap-index wordt meegenomen. De in de interviews genoemde redenen voor onderwaardering, lage liquiditeit, kleine beleggers en beperkte vraag, worden dus deels bevestigd door de resultaten voor absolute omzet en opname in de AEX-index. Omdat onderwaardering minder problematisch is voor ondernemingen met voldoende liquide middelen, is onderzocht of ontevreden ondernemingen minder liquide zijn. De voorraad liquide middelen blijkt inderdaad significant kleiner te zijn bij de ontevreden ondernemingen. Dit geldt niet voor de kasstroom. Ook de schuldratio's zijn niet significant verschillend.

In de groep tevreden ondernemingen bevindt zich een aantal grote ondernemingen, terwijl de ontevreden ondernemingen relatief klein zijn. Omdat de grote ondernemingen de resultaten zouden kunnen vertekenen, hebben we ondernemingen verwijderd met een marktwaarde van het eigen vermogen die meer dan tien procent groter is dan de marktwaarde van de grootste ontevreden onderneming. De gemiddelden voor de groep kleinere tevreden ondernemingen zijn in de vierde kolom van [tabel 1](#) weergegeven. Twee variabelen die sterk aan ondernemingsomvang zijn gerelateerd, worden niet langer significant verschillend ten opzichte van de ontevreden ondernemingen, te weten absolute omzet en opname in de AEX-index. Tevens wordt de markt/boekwaarde ratio insignificant. Deze resultaten wijzen erop dat ontevreden ondernemingen minder presteren dan tevreden ondernemingen. Voor de genoemde oorzaken is de empirische onderbouwing aanzienlijk zwakker geworden. Wel blijkt dat de onderwaardering een urgent probleem is in geval van nieuwe investeringen of overnames, omdat de kasposities van de ontevreden ondernemingen relatief klein zijn.

Conclusies

De geïnterviewde bestuursvoorzitters stellen dat door de geringe beursliquiditeit het aandeel een te lage notering heeft, waardoor zij worden gehinderd bij het verkrijgen van publiek vermogen. Hierdoor kan de onderneming haar strategie en waardecreatie niet naar behoren uitvoeren, hetgeen nog meer illiquiditeit en onderwaardering in de hand werkt. Empirische bevindingen tonen inderdaad dat ontevreden ondernemingen worden gekenmerkt door een laag rendement op eigen vermogen en een geringe kaspositie. Hierdoor ondervinden zij problemen bij het financieren van groeimogelijkheden.

Wij vinden een aldus genomen besluit tot delisting begrijpelijk, mits voorafgegaan door een strategisch plan dat aantrekkelijk én geloofwaardig is voor de nieuwe private aandeelhouders. Dit plan leidt uiteraard tot taakstellend beleid voor het management waarop scherp wordt toegezien.

Opvallend is dat slechts vijf ondernemingen de laatste jaren daadwerkelijk een delisting hebben doorgevoerd. Mogelijk zijn hierover door de ondernemingen (geheime) onderhandelingen gevoerd met participatiemaatschappijen maar werd de beoogde waardecreatie als onvoldoende beschouwd. Een andere mogelijkheid, die alle geïnterviewde bestuurders noemden, is dat de delisting-plannen op het laatste moment door de Raad van Commissarissen werden afgekeurd.

Veelal bestaan er dus goede economische redenen voor delisting. Het is jammer dat financiële zelfoverschatting en statusgevoelens dit soms tegenhouden

¹ Zie bijvoorbeeld A. Röell, The decision to go public: an overview, *European Economic Review*, vol. 40, 1996, blz. 1071-1081.

² Vanwege de toegezegde anonimiteit van de geïnterviewde ondernemingen en hun bestuursvoorzitters kunnen namen niet worden vermeld.

³ REACH dataset, uitgegeven door Bureau Van Dijk/Elsevier Bedrijfsinformatie.

⁴ Het Financieele Dagblad, Amsterdam.

