



Waarom gaan bedrijven naar de beurs?

Auteur(s):

Boorsma, M.C.

Bikkers, A.W.

*Beide auteurs zijn werkzaam bij KPMG Corporate Finance.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4203, pagina 352, 7 mei 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

financiering

Bedrijven die naar de beurs gaan zijn ouder, groter en expansiever dan bedrijven die niet genoteerd zijn. Uit die kenmerken zijn ook de motieven voor een beursgang af te leiden.

Nederlandse ondernemingen weten de weg naar de beurs steeds beter te vinden. Zo zijn over 1998 zestien ondernemingen geïntroduceerd aan de Officiële Markt van AEX-Effectenbeurs. In 1997 waren dat er twaalf en in 1996 acht. In dit artikel worden allereerst de motieven om wel of niet naar de beurs te gaan geïntroduceerd. Daarvoor is bij de beursgangers van de afgelopen jaren bekeken welke motieven zij in hun introductieprospectussen genoemd hebben. Vervolgens is het verschil onderzocht tussen ondernemingen die naar de beurs zijn gegaan en een groep die niet beursgenoteerd is. Deze karakteristieken geven op hun beurt weer aan welke motieven in de praktijk belangrijk zijn.

Motieven

Voor beursgangers zijn er verschillende motieven om geïntroduceerd te worden ¹. In [tabel 1](#) is te zien welke argumenten in de literatuur als voordeel respectievelijk als nadeel van een beursintroductie worden beschouwd. Ook uit introductieprospectussen kunnen we een beeld krijgen. In dit onderzoek is bekeken welke motieven beursgangers in de periode van 1990 tot en met 1997 in die prospectussen noemden. De voornaamste motieven zijn (tussen haakjes het percentage in het aantal keer dat er een motief wordt gegeven):

Tabel 1. Voor- en nadelen van een beursintroductie

voordelen

- » naamsbekendheid
- » status
- » (internationale) expansie
- » toegang tot de openbare kapitaalmarkt
- » vermogensstructuur veranderen
- » verzilveren bezit ('exit'-mogelijkheid)
- » meer transparante prijsvorming aandelen
- » binden van management en derden door aandelenparticipaties/opties
- » vergrote verhandelbaarheid
- » onafhankelijkheid door scheiding bestuur en eigendom
- » behoud van zelfstandigheid
- » externe monitoring
- » vergrote onderhandelingsmacht tegenover toeleverancier

nadelen

- » openheid en 'exposure'
- » kosten van introductie
- » gevoeligheid van de koers voor markt- en branchetendenzen
- » adverse selectie^a
- » noodzaak tot reorganiseren of simplificeren van de juridische structuur
- » grotere druk op ontwikkeling goede en regelmatige resultaten
- » nadelige publiciteit bij financiële tegenvallers
- » rekening houden met externe, onbekende aandeelhouders

a. Adverse selectie wijst op een verschil in informatie over de waarde van de onderneming. De verkopende ondernemer heeft meer informatie over zijn bedrijf dan de kopende beleggers. Hij wil uiteraard die onderdelen uit zijn portefeuille verkopen waarvan hij zelf een slechter beeld heeft dan de markt. Dit kan er in theorie toe leiden dat alleen de slechte onderdelen van het bedrijf naar de beurs worden gebracht.

» expansie (54%);

» vermogensstructuur (34%);

» toegang kapitaalmarkt (29%);

» verhandelbaarheid (27%);

» naamsbekendheid/status (27%).

Motieven als basis voor onderscheid

Kunnen de motieven voor een beursgang ons iets vertellen over welke bedrijven naar de beurs gaan? Aan de hand van de in [tabel 1](#) genoemde voor- en nadelen hebben we onderzocht of er verschillen bestaan tussen beursgangers enerzijds en ondernemingen die niet ter beurse genoteerd zijn anderzijds. De groep van ondernemingen die geïntroduceerd zijn op de Officiële Markt van de AEX-Effectenbeurs (41 ondernemingen in de periode 1990 tot en met 1997) is hiervoor geplaatst tegenover een groep van ondernemingen die niet genoteerd is. Deze tweede groep telt 81, willekeurig gekozen, niet genoteerde ondernemingen die wel voldoen aan de vereisten om op de beurs geïntroduceerd te worden.

Om de twee groepen te onderscheiden is gebruik gemaakt van zogenaamde discriminant-analyse. Deze techniek onderzoekt welke bedrijfskenmerken een significant onderscheid aangeven tussen beide groepen. Hiermee is het mogelijk te onderzoeken of een niet-genoteerde onderneming lijkt op een recentelijk ter beurse geïntroduceerde onderneming. De techniek vereist wel dat de gehanteerde variabelen *meetbaar* zijn.

Onderzochte motieven

Onderzocht zijn de drie voordelen die in de prospectussen het meest frequent genoemd werden: expansie, toegang tot de kapitaalmarkt en veranderen van de vermogensstructuur (vermogenssamenstelling). Ook het motief 'verzilveren van bezit' is onderzocht. Hoewel dit motief niet vaak genoemd wordt, zal blijken dat het toch meespeelt.

De andere motieven zijn niet in het onderzoek meegenomen. Dit zijn motieven die een situatie beschrijven volgend op de introductie (bijvoorbeeld verhandelbaarheid) of waarover ons geen meetbare gegevens ter beschikking stonden (bijvoorbeeld naamsbekendheid en status). De nadelen van introductie worden in de prospectussen uiteraard niet genoemd. We laten ze in dit artikel buiten beschouwing.

Waarop duiden de verschillen?

Verzilveren bezit

Het blijkt dat een onderneming, waarvan een deel van het aandelenkapitaal door institutionele beleggers wordt gehouden, veel eerder naar de beurs gaat dan een onderneming die niet over dergelijke financiering beschikt. Dit verband is ook voor bijvoorbeeld de Verenigde Staten gevonden ². De institutionele belegger wil op een gegeven moment zijn belegging verzilveren. Een introductie behoort dan tot de mogelijkheden. Dit duidt erop dat de wens tot verzilveren van bezit een motief voor introductie vormt. Hiernaast blijken ondernemingen die geïntroduceerd zijn, relatief ouder te zijn dan ondernemingen die niet genoteerd zijn. De niet-genoteerde ondernemingen bestaan gemiddeld 42 jaar terwijl beursgangers bij introductie een gemiddelde leeftijd hebben van 65 jaar. Deze hogere gemiddelde leeftijd duidt op een grotere volwassenheid van de onderneming. De reden van de beursgang kan ook hier gelegen zijn in de wens tot het verzilveren van bezit. Naast het feit dat de onderneming ouder wordt, wordt de ondernemer namelijk zelf ook ouder. Een introductie ter beurse biedt de ondernemer een 'exit'-mogelijkheid.

Expansie

Naast een verschil in leeftijd, blijkt er ook een verschil in grootte, naar omzet gemeten, te bestaan tussen de twee groepen van ondernemingen. Tevens wordt een verschil gevonden ten aanzien van de groei van de omzet. Het gevonden verschil kan onder andere verklaard worden doordat een onderneming die een hoge mate van groei kent veel vermogen nodig heeft voor de financiering van bijvoorbeeld het werkkapitaal en uitbreidingsinvesteringen. Dat vermogen kan via een emissie (en dus een introductie) aangetrokken worden. Dit duidt op het motief expansie. Een verschil in de mate van investeringen is eveneens aangetoond. Ook dit verschil duidt op het motief van expansie. Er geldt namelijk dat een hoger niveau van investeringen een grotere vermogensbehoefte genereert. Financieringen van die investeringen kan onder andere via een emissie.

Vermogenssamenstelling

Kijken we naar de verhouding vreemd vermogen/balanstotaal ('leverage') dan blijkt dat een onderneming met relatief veel vreemd vermogen eerder eigen vermogen zal aantrekken dan een onderneming met veel eigen vermogen. De wens tot het verkrijgen van een meer optimale vermogensstructuur kan daarbij een rol spelen. Tenslotte blijkt dat eerder een introductie plaatsvindt als de kosten van het vreemd vermogen relatief hoog zijn. Via beursintroductie kunnen de hoge kosten van vreemd vermogen omzeild worden en alternatieve bronnen van financiering worden benut. Beide factoren zijn te herleiden tot het motief om via beursintroductie de vermogensstructuur te veranderen.

Conclusie

Tussen bedrijven die wel en niet aan de beurs genoteerd zijn bestaan duidelijk verschillen. In die verschillen schuilen ook de motieven om naar de beurs te gaan. Het belang dat institutionele beleggers in het aandelenkapitaal hebben, blijkt bij beursgangers relatief hoger te zijn. Ook zijn beursgangers relatief ouder. Dit duidt op het motief verzilveren van bezit. Daarnaast hebben bedrijven die naar de beurs gaan een hoger niveau van en een grotere groei in omzet. Samen met een hoge investeringsquote voor deze beursgangers duiden deze kenmerken op het motief expansie. Tenslotte kennen beursgangers relatief hoge kosten van het vreemd vermogen. Een beursgang biedt bedrijven de mogelijkheid om de vermogensstructuur te veranderen of toegang tot de kapitaalmarkt te creëren. Hiermee blijken de drie in de prospectussen meest genoemde motieven op te gaan. Daarnaast blijkt het niet expliciet in prospectussen genoemde, maar wel voor de hand liggende motief van het verzilveren van bezit opgeld te doen.

Beursgang volgens het boekje

Afgelopen week is McGregor Fashion Group N.V. aan de beurs geïntroduceerd. De motieven voor die beursgang sluiten prachtig aan bij de motieven die in het bovenstaande artikel zijn geïdentificeerd. McGregor is een Europees modehuis dat zich richt op het ontwerpen, inkopen en verkopen van heren-merkkleding. In het persbericht dat aan de introductie vooraf ging, zegt het bedrijf zijn positie op de Europese markt te willen versterken en daarom omvangrijke investeringen en expansie te willen realiseren. Met de beursgang hoopt McGregor nieuw kapitaal aan te trekken. Hierin herkennen we het expansiemotief. Maar ook de andere motieven vinden we terug. De introductie geschiedt door middel van een herplaatsing van bestaande aandelen en emissie van nieuw aandelenkapitaal. Dit laatste zorgt voor een verandering van de vermogensstructuur. De herplaatsing komt onder andere voort uit verkoop door een institutionele belegger. Dit duidt op het motief van verzilveren van bezit.

1 K. Rydqvist en K. Högholm, Going public in the 1980s: Evidence from Sweden, *European Financial Management*, 1995, nr.3, KPMG en Vereniging voor de Effectenhandel, *Notering op de Amsterdamse Effectenbeurs*, Amsterdam, 1993, Moret Ernst & Young, *Ondernemend vermogen in perspectief*, 1996.

2 T.H. Lin en R.L. Smith, Insider reputation and selling decisions: The unwinding of venture capital investments during equity IPOs, *Journal of Corporate Finance*, augustus 1997.