



Www.risicodragend-kapitaal.nl?

Auteur(s):

Diks, H.E.H.

Eije, J.H. von

Lemckert, J.W.

Pennink, B.J.W.

Diks is werkzaam bij 't WEB consultants in Hoogeveen, Von Eije en Pennink aan de faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen en Lemckert is senior consultant bij KPN. De website <http://www.risicodragend-kapitaal.nl> bestaat en nodigt u uit voor discussie.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4224, pagina 733, 8 oktober 1999

Rubriek:

Katern Economie in Bedrijf

Trefwoord(en):

beleggen

Internet-emissies vormen een snelle en effectieve manier om kapitaal te verwerven. Door de risico's voor de belegger is het geëiste rendement echter hoog.

Voor relatief kleine bedrijven is het soms moeilijk aan geld te komen. Voor de effectenbeurs is men te klein en participatiemaatschappijen zijn niet geïnteresseerd in kleine bedrijven. Sinds 1995 biedt men in de Verenigde Staten buiten de beurs om, aandelen aan via het internet. Deze ontwikkeling maakt de toegang tot een mondiale kapitaalmarkt mogelijk voor relatief kleine en onbekende bedrijven. Het ligt in de bedoeling dat er ook in Nederland dergelijke digitale beurzen worden geopend¹. In dit artikel worden de werkwijze en de voor- en nadelen van een internet-beursgang besproken.

Historie

In februari 1995 werd voor het eerst internetfinanciering toegepast door Andrew D. Klein van het bedrijf Spring Street Brewing Company om de expansie van het merk Wit Beer op de Amerikaanse markt mogelijk te maken. Mede door de publiciteits-explosie, ingezet door een persbericht van Klein, werd de inschrijving een overweldigend succes. Ruim 500.000 bezoekers van zijn site zorgden de eerste weken voor een geldstroom van \$85.000,- per week. In tien maanden tijd vergaarde Klein een kapitaal van \$1,6 miljoen, bijeengebracht door 3.500 beleggers. In de maanden daarna creëerde hij de mogelijkheid om via een internet bulletinboard aandelen te verhandelen. Daarmee werden de institutionele aandelenbeurzen buiten spel gezet. Het initiatief van Klein kreeg grote belangstelling van andere ondernemingen en kleine Amerikaanse beleggers. Na aan een aantal eisen van de Amerikaanse toezichthouder (SEC) te hebben voldaan (de administratie en financiële afhandeling moesten via een onafhankelijke agent of bank gebeuren; potentiële klanten moesten gewezen worden op het risicovolle karakter van de belegging en op de mogelijke geringe liquiditeit van de aandelen. Voorts werd individuele beleggers niet toegestaan tegelijkertijd de aandelen te kopen en te verkopen - men zou dan een ongeregistreerde aandelenhandelaar worden - en tenslotte werd erop aangedrongen alle aankopen en verkopen te registreren en deze registratie op verzoek aan de SEC ter inzage te geven²) stichtte Klein op 2 april 1996 een nieuwe onderneming, de Wit Capital Corp. Deze legde zich toe op het direct via het internet aanbieden en verhandelen van aandelen van derden. Daarmee werd het internet een medium voor het aantrekken én het verhandelen van aandelenkapitaal.

De ontwikkelingen gingen daarna snel. In 1997 vonden er drie emissies plaats. In 1998 waren dat er 36 en tot eind september kwamen er in 1999 nog eens 87 bedrijven bij, zodat er in totaal 126 bedrijven zijn waar Wit Capital bij is betrokken. Een soortgelijk initiatief in Zweden heeft aldaar intussen tot twintig via het internet genoteerde bedrijven geleid met een totale beurswaarde van ongeveer 120 mln gulden. Tevens is (of wordt) het Zweedse voorbeeld in andere landen (zoals Noorwegen, Denemarken, Canada en Nederland) overgenomen³.

Mogelijkheden en beperkingen

Het aanbieden van aandelen via het internet onderscheidt zich van een normale beursgang op twee punten. Ten eerste wordt alle informatie tussen de onderneming en de potentiële belegger uitgewisseld via het internet. Daarnaast geschiedt het aantrekken van risicodragend kapitaal zonder tussenkomst van een beurs (direct).

Financiering via het internet is zeer flexibel en toegankelijk. Dit schept nieuwe mogelijkheden, vooral voor bedrijven met een hoog risico en een compenserend hoog winstpotentieel. De omvang van de financiering is bovendien vrij: er is immers geen instantie die minimum- of maximumbedragen voor de financiering vaststelt. De wereldwijde reikwijdte van het internet leidt er verder toe dat het begrip 'beschikbaarheid van kapitaal' aan betekenis inboet. Als er op de lokale openbare kapitaalmarkt schaarste bestaat, dan kan men waarschijnlijk nog wel op mondiaal niveau financiële overschotten aanboren. Dit biedt ook mogelijkheden voor ondernemers in ontwikkelingslanden die niet meer afhankelijk zijn van de daar slechts beperkt aanwezige kapitaalmarkten. Tenslotte maakt het internet het mogelijk om dag en nacht in aandelen te handelen.

Hoewel de internetfinanciering dus een aantal voordelen kent, zijn er toch nog wel enige hindernissen te nemen voordat men kan spreken

van een nieuw mondiaal financieringsverschijnsel. In de eerste plaats zijn er de beperkingen van het internet (niet in alle landen een even hoge dekking; nog niet volledig veilige verbindingen en een beperkt digitaal betalingsverkeer). De gevaren van koersmanipulatie via fluistercampagnes of vervalste internet sites zijn evenmin denkbeeldig. Ook kunnen taalverschillen een beperkende factor vormen. Andere beperkende factoren zijn de wereldwijd uiteenlopende definities voor bijvoorbeeld 'winst'. Daarnaast zullen de overheden de eventueel resulterende kapitaalexport moeten willen toestaan en zullen zij en andere regulerende instanties niet automatisch gelukkig zijn met het omzeilen van een kwaliteitsinstituut als de reguliere effectenbeurs.

Nederlandse situatie

In Nederland eist de Stichting Toezicht Effectenverkeer dat internet-emissies een door een accountant geaccordeerde prospectus hebben. Tevens heeft men beleidsregels gepubliceerd voor het gebruik van het internet in het effectenverkeer. De Nederlandsche Bank probeert instellingen die niet aan diverse wettelijke vereisten voldoen en aandelen aanbieden op de Nederlandse markt aan te pakken; ook als dat gebeurt via het internet. Het kan echter moeilijk worden duizenden Engelstalig werkende bedrijven over de gehele wereld in de gaten te houden. Volgens onze inschatting kan elk Nederlands bedrijf met een goedgekeurde prospectus haar aandelen via een (internationaal) erkende internetmakelaar aanbieden. De ministeries hebben zich nog niet uitgesproken. Of en hoe bijvoorbeeld dividenden van internetaandelen kunnen worden belast, is niet duidelijk. Er wordt gekozen voor het geven van voorlichting en voor het overige wordt het aan de vrije markt overgelaten. De aex zelf tenslotte, lijkt laconiek te staan tegenover de digitale beurzen en vindt samenwerking in elk geval niet zinvol: "We kunnen niet gaan samenwerken met iedereen die een computer heeft"⁴.

Een snel proces

Aandelenemissies via internet zijn niet voor elk bedrijf geschikt, maar heeft een onderneming eenmaal deze keus gemaakt, dan volgt nog een aantal te nemen praktische stappen, voordat daadwerkelijk op deze manier vermogen kan worden verkregen⁵. Zo zal, evenals bij de 'conventionele' manier van kapitaalverwerving veelal een ondernemingsplan beschikbaar moeten zijn als basis voor het emissieprospectus. Om de informatieproblemen te verkleinen moet ook een accountantsverklaring aan het prospectus worden toegevoegd. Verder dient de ondernemer een internet-site te ontwerpen en te testen, het aandelenpakket moet bekend gemaakt worden en de belegger dient overwegingstijd gegeven te worden. Zoals uit het voorbeeld van de Spring Street Brewing Co. blijkt, heeft kapitaalvergaring via het internet tot gevolg dat het gezochte kapitaal over een periode van meerdere weken in kleine porties beschikbaar komt. De potentiële kapitaalverschaffers raadplegen immers niet dagelijks juist die ene internet pagina van de geldvragende onderneming. Ook willen zij meestal nog aanvullende informatie. Tenslotte moet de transactie worden afgerond; de belegger schrijft zich via een internetpagina in voor het gewenste aantal aandelen en de afronding vindt verder plaats via email en girale of elektronische overboeking.

Tussen het besluit om tot kapitaalverwerving via het internet over te gaan en de feitelijke introductie ligt een periode van omstreeks drie maanden. In vergelijking met een beursgang is dit snel. Er hoeft dan ook niet te worden voldaan aan een door de beurs opgesteld pakket van eisen. Verder vinden geen gesprekken met de effectenbeurs plaats en men hoeft geen noteringsovereenkomst en modelcodeverklaring te tekenen. Ook het feit dat vooral kleine ondernemingen met een weinig complexe structuur voor internet-emissies kiezen, resulteert in snel handelen. Zo zal men veelal geen werkgroep in het bedrijf hoeven samen te stellen om de beursgang voor te bereiden en hoeft evenmin de bedrijfsorganisatie of de bestuurssamenstelling ervoor aangepast te worden. Ook het overleg met bankiers ontbreekt. Tenslotte vervalt door het gebruik van het internet een deel van het werk dat normaliter door de ondernemingsleiding zelf moet worden gedaan: het adverteren gaat via het internet en de tijd, geld en aandacht verslindende road-shows zijn niet meer nodig.

Hoog rendement vereist

Bij een emissie via de effectenbeurs komt normaliter slechts een klein gedeelte van de aandelen in handen van particuliere beleggers. Vermoedelijk ligt dit bij een internet-emissie anders door de toegankelijkheid en de open structuur van het internet en door de laagdrempeligheid van de procedures. Momenteel is er zelfs sprake van een 'hype' en onervaren en ondeskundige beleggers bewegen zich op deze markt. De serieuze belegger echter, zal criteria hanteren die gelden voor elke andere risicovolle investering.

Uitgangspunt voor de beoordeling door de belegger is het ontbreken van de controle-mechanismen van een normale beursgang. Het samenspel van de ondernemingsleiding met de beursautoriteiten, de bankiers en de beleggingsanalisten geeft de onderneming een kwaliteitsstempel en leidt ook vaak tot verbeteringen in de organisatie⁶. Verder speelt de onbekendheid met de kwaliteiten van de ondernemer. Bij een internet-emissie is het verkrijgen van een beeld van de betrouwbaarheid van de ondernemer bijzonder lastig. Een referentielijst die te controleren valt, kan hierbij helpen.

De bemoeienis van de beleggers met de onderneming is naar verwachting gering. Men bezoekt niet zo gauw een aandeelhoudersvergadering aan de andere kant van de wereld, voor zover die al statutair gehouden moet worden. Eigenlijk kan men alleen via nieuwsgroepen een vuist te maken en via e-mail, fax, telex en dergelijke met het management communiceren. Daarnaast is er minder controle op het management door grote (institutionele) beleggers. De macht van de aandeelhouder neemt dus af in het voordeel van de ondernemer. Tegen de tijdgeest in krijgt het management de 'corporate governance' sterk in handen.

Tenslotte kunnen bewezen 'exit'-mogelijkheden ontbreken. Dit zal de gepercipieerde risico's verder verhogen. Alleen als de belangstelling voor de onderneming blijft, zijn de aandeelhouders immers verzekerd van afdank-kandidaten voor hun aandeel. Mogelijk verandert dit wanneer het concept van internet-emissie verder uitgekristalliseerd is en er een reguliere handel via het internet plaats vindt. Vooralsnog laten al de bovengenoemde aspecten zich evenwel vertalen in een relatief hoog geëist rendement op het aandeel.

Om de rendementseis te verlagen en de informatiekloof tussen belegger en ondernemer te dichten kan men gerenommeerde 'investment bankers' proberen te interesseren. Dat dezen er wel iets in zien blijkt uit het feit dat degenen die de emissie begeleiden voor Wit Capital veelal weer de van oudsher bekende emissiehuizen zijn. Daarnaast bestaat de mogelijkheid om (account managers van) instituties die bedrijven naar de beurs brengen te belonen op basis van de (middel-)lange termijn prestatie van de internet-introducties.

Slot

Financiering via het internet en dus buiten de beurs om heeft in potentie zeer positieve aspecten: de markt is toegankelijk, men kan internationaal geld verwerven, de verkrijgingskosten voor de onderneming en de verkrijgingstijd zijn beperkt, er zijn geen minimum financieringsbedragen en de aandelenhandel kan dag en nacht doorgang vinden. Door de grote risico's voor de belegger zal het geëiste rendement echter hoog zijn. Hierdoor zal de gemiddelde ondernemer niet voor een dergelijke financieringsvorm kiezen. Jonge, dynamische en tot het internet aangetrokken ondernemers zullen echter wel mogelijkheden zien. Zij maken dat er ook in Nederland ruimte is voor één of meer goed opgezette internet-beurzen

1 *NRC Handelsblad*, 31 juli 1999, blz. 13.

2 <http://www.seclaw.com/seclaw/docs/secwit.htm>

3 <http://www.im-marknaden.se/>

4 *NRC Handelsblad*, 31 juli, 1999, blz.p. 13.

5 Zo zullen ondernemingen die naast financieringsmiddelen ook behoefte hebben aan technische, administratieve of bestuurlijke ondersteuning van de financier die behoefte niet via het internet bevredigd zien en daarom eerder kiezen voor een informele belegger of een participatiemaatschappij.

6 A.H. van der Zwaan e.a., *Beursgang: striptease in een glazen huis*, Heidrick & Struggles, Amsterdam, 1999.