

De totstandkoming van de introductieprijs bij IPO's

Bestuurders over hun beursgang in Nederland

Martijn van den Assem, Nico van der Sar, Geert-Jan van Logtestijn, Roeland Haanen en Robartus Krol

SAMENVATTING Aan de hand van bevindingen van veertig diepte-interviews met direct betrokken bestuurders verschaffen we inzicht in het proces van de totstandkoming van de introductieprijs bij een beursgang. Onze resultaten betreffen eerste waarde-indicaties, de modelmatige waardering, tussentijdse ontwikkelingen en de keuze van de uiteindelijke prijs van een aandelenintroductie. Opvallend blijkt de invloed van premarketing en de hiermee verkregen informatievoorsprong voor de begeleidende bank versus de beursgaande onderneming. We stellen dat een formelere inrichting van het premarketingproces wenselijk is. Niet alleen ten behoeve van de oorspronkelijke aandeelhouders, maar ruimer gesteld met het oog op de efficiëntie van de primaire markt.

1 Inleiding

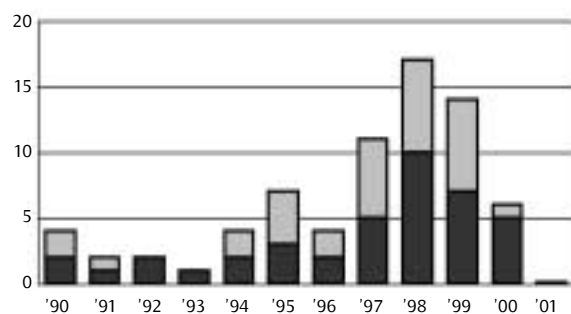
Het doel van dit artikel is inzicht te verkrijgen in het proces van de totstandkoming van de introductieprijs bij Nederlandse beursintroducties gedurende de jaren 1990 tot en met 2001. Vanwege het gesloten karakter is zowel onder wetenschappers als in de praktijk hieromtrent nog weinig bekend. Door een directe bena-

dering via een representatief survey-onderzoek (zie paragraaf 2) maken we het mogelijk om meer en andere informatie over inputs en het achterliggende proces van de prijsbepaling te verwerven dan gebruikelijk is op basis van handelsgegevens. Onze aandacht richt zich in het bijzonder op de eerste waarde-indicaties (paragraaf 3.1), de modelmatige waardebeoordeling en tussentijdse ontwikkelingen van de beoogde prijs (paragraaf 3.2) en de keuze van de uiteindelijke introductieprijs (paragraaf 3.3). Onze conclusies (paragraaf 4) gaan onder meer in op pre-marketing en de empirische validiteit van 'ownership dispersion' en 'signaling' als theoretische verklaringen voor underpricing.

2 Opzet onderzoek en gebruikte methode

Onderwerp van onderzoek zijn alle aandelenintroducties (Initial Public Offerings, in het vervolg kortweg IPO's) die tussen begin januari 1990 en eind december 2001 plaatsvonden aan de Amsterdamse Effectenbeurs (Euronext Amsterdam, voorheen Amsterdam Exchanges)¹. Na toepassing van gebruikelijke criteria² komen 72 introducties voor het onderzoek in aanmerking. Uitgezocht is welke huidige of voormalige CEO of CFO de beursgang van nabij heeft meegemaakt. Van 66 ondernemingen is deze persoon eerst schriftelijk en vervolgens telefonisch benaderd. Betrokkenen van de zes andere ondernemingen zijn niet officieel aangeschreven vanwege ontraceerbaarheid of langdurig verblijf in het buitenland. Gevraagd is deel te nemen aan het onderzoek door het geven van een face-to-face interview van ongeveer een uur. Maar liefst 39 (voormalige) bestuurders, afkomstig van veertig verschillende ondernemingen, stemden in met ons verzoek³. Dit komt neer op een deelnamepercentage van 56%. Een geïnterviewde bestuurder was als CFO betrokken bij twee verschillende IPO's⁴. Vrijwel altijd is gesproken met de toenmalige CEO (24x) of CFO

Drs. M. J. van den Assem en Dr. N. L. van der Sar zijn verbonden aan de sectie Finance & Investments van de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Drs. G. J. A. M. van Logtestijn en R. A. J. Haanen zijn werkzaam bij Ernst & Young Transaction Advisory Services. Drs. R. E. Krol is werkzaam bij ING Bank en leverde zijn bijdrage op persoonlijke titel. Correspondentie: vandenasse@few.eur.nl. De auteurs zijn alle (voormalige) bestuurders die deelnamen aan dit onderzoek zeer erkentelijk voor hun waardevolle bijdrage. Tevens bedanken zij Coen Mensink, hoofdredacteur Chris Knoops en een anonieme referee voor hun nuttige commentaar.

Figuur 1. Aantal introducties per jaar

(15x). Eenmaal stond een andere belangrijke functionaris ons te woord. Naar eigen zeggen waren alle geïnterviewden van begin tot eind zeer nauw bij het beursgangtraject betrokken, met als beperkte uitzondering hierop twee bestuurders die zich alleen afzijdig hebben gehouden bij de totstandkoming van de introductieprijis. Zestien gesprekken (40%) zijn gevoerd met personen die inmiddels niet meer werkzaam waren bij de onderneming. Alle interviews zijn afgenomen in de zomer van 2002. Slechts één gesprek vond telefonisch plaats. De meeste gesprekken zijn op band opgenomen. Uit figuur 1 blijkt dat de onderzochte steekproef (donker weergegeven) over de beschouwde periode een evenwichtige afspiegeling vormt van de verdeling van alle introducties die door de jaren heen hebben plaatsgevonden en aan onze criteria voldoen (donker + licht).

Enkele karakteristieken van de in dit onderzoek opgenomen IPO's staan vermeld in tabel 1. Negen van de veertig IPO's vonden plaats aan één van de twee minder streng gerespecteerde markten: de in 1997 opgestarte NMAX of de in 1994 opgeheven Officiële Parallelmarkt (PM). Alle overige 31 IPO's hadden betrekking op de Officiële Markt (OM). De meeste IPO's geschieden door middel van de bookbuilding-methode⁵. Op de twee ondernemingen die aan de hand van de claimmethode werden geïntroduceerd, waren enkele onderzoeksvragen niet van toepassing vanwege het afwijkende introductiemechanisme. Het gemiddelde initiële rendement (ofwel het gemiddelde niveau van 'underpricing') op basis van de slotkoers van de eerste handelsdag bedraagt 13%. Een analyse van de verschillen tussen de in het onderzoek wel en niet opgenomen IPO's leert dat er geen reden is om te twijfelen aan de representativiteit van de data (de toetsingsresultaten zijn hier overigens niet vermeld).

De keuze voor het interview als onderzoeksinstrument – in plaats van een schriftelijke enquête – is niet zonder reden. Een aantal onderwerpen is complex van aard en staat louter enquête-onderzoek niet toe als alternatief. Een algemeen probleem bij enquête-onderzoek is de vaak lage respons. Zie bijvoorbeeld een bekend survey-onderzoek van Graham en Harvey (2001), waarbij slechts 9% van de 4.440 enquêtes ingevuld werd geretourneerd. Gezien onze beperkte doelgroep van 72 ondernemingen zou een zinvolle kwantitatieve analyse bij voorbaat al vrijwel kansloos zijn. Een onmiskenbaar voor-

Tabel 1. Karakteristieken van wel en niet opgenomen IPO's.

Mediane waarden of proporties zijn tussen haakjes weergegeven. Alle geldbedragen zijn in € miljoen.

	Totale populatie	Wel opgenomen	Niet opgenomen
Aantal IPO's	72	40	32
Aantal per markt:			
OM	56(78%)	31(78%)	25(78%)
NMAX + PM	16(22%)	9(23%)	7(22%)
Aantal per methode:			
bookbuilding	53(74%)	29(73%)	24(75%)
vaste prijs	16(22%)	9(23%)	7(22%)
claim	3(3%)	2(5%)	1(3%)
Gemiddeld initieel rendement (in %)	15 (5)	13 (2)	18 (9)
Gemiddelde transactiewaarde IPO	233 (54)	267 (45)	190 (71)
Gemiddelde waarde reeds uitstaande aandelen	816 (141)	930 (120)	673 (163)
Gemiddelde omzet onderneming	418 (63)	597 (59)	194 (64)
Gemiddeld balanstotaal	502 (56)	693 (53)	255 (56)
Gemiddeld aantal medewerkers	3218 (636)	4512 (435)	1601 (849)
Gemiddelde leeftijd onderneming in jaren	30 (14)	37 (16)	22 (9)

deel van interviews is dat deze zowel in benadering als inhoudelijk persoonlijker van karakter zijn, wat bevorderlijk is voor de respons; de voor ons onderzoek noodzakelijke groep van (vaak oud-) bestuurders kan normaal gesproken niet eenvoudig worden bereikt. Een belangrijk punt is verder dat tijdens de gesprekken eenvoudig kan worden ingesprongen op bijzonderheden. Met het oog op onderlinge vergelijkbaarheid is ieder interview afgewerkt aan de hand van dezelfde vragenlijst. Ter voorkoming van misverstanden en interpretatieverschillen zijn lastige vragen op papier voorgelegd en bij eventuele twijfel over de juistheid van interpretatie is zoveel mogelijk doorgevraagd. Waar interessant, is om nadere onderbouwing van een respons gevraagd of is dieper op bijzonderheden ingegaan. Vaak was dit echter niet nodig, doordat de geïnterviewde een toelichting uit eigen beweging verschaftte.

Een onderscheidend kenmerk van de door ons gehanteerde onderzoeksmethode is allereerst de directheid van aanpak en ten tweede de nadruk op de procesgang. Wij richten ons direct op de individuele beslisser en niet op de markt. Gebruikelijk binnen het vakgebied van financiering en belegging is om vanuit de prijsvorming (dat wil zeggen het algemene) op basis van handelsgegevens conclusies af te leiden voor individuele opinies en overwegingen, zoals die zouden zijn gebleken of 'revealed'. Wij kiezen daarentegen het individuele als uitgangspunt. Vanuit 'stated' opinies en overwegingen (input van de besluitvorming) doen we vervolgens suggesties voor de uitkomsten (output van de besluitvorming) op het geaggregeerde niveau van de aandelenmarkt.

Een probleem van de indirecte methode is dat vaak niet-vanzelfsprekende aannames nodig zijn om vanuit marktrealisaties resultaten af te kunnen leiden over individuele beslissingen. Ook is het moeilijk inzicht te krijgen in de procesgang. Min of meer standaard binnen het vakgebied van financiering en belegging is een comparatief-statische analyse van evenwichten. De dynamiek van de totstandkoming en het achterliggende proces krijgen meestal weinig of geen aandacht. Een belangrijke oorzaak is gelegen in het ontbreken van de benodigde individuele gegevens. De opzet van ons onderzoek en de keuze voor een directe benadering kennen bovengenoemde nadelen niet. De zonder meer unieke en representatieve data die door ons zijn verzameld, maken zowel een inputgerichte analyse van de totstandkoming van de introductieprijs als verheldering van het achterliggende proces mogelijk.

3 De totstandkoming van de introductieprijs

3.1 Eerste indicaties en afspraken

Het beursgangtraject definiëren we als het moment van keuze van de begeleidende bank tot aan de eerste dag van notering van de aandelen. Onderdelen van dit traject zijn onder meer de keuze van de begeleidende bank en eventuele andere syndicaatsleden, de uitvoering van een due diligence-onderzoek, de vaststelling van de transactieomvang, het gehele prijsvormingsproces, het schrijven van een prospectus, de verzorging van promotionele activiteiten, de inschrijvingsperiode en uiteindelijk de toewijzing van de aandelen^{6,7}.

We hebben iedere geïnterviewde gevraagd naar de lengte van het beursgangtraject. Gemiddeld duurt het hele traject 6,7 maanden⁸. Zes ondernemingen (16%) hebben de beursgang tussentijds uitgesteld vanwege negatieve ontwikkelingen op de financiële markten of een belangrijke overname door de onderneming. Hiervoor gecorrigeerd bedraagt de lengte van het beursgangtraject gemiddeld 6,2 maanden, met een kortste waarneming van 2 en een langste van 12 maanden.

Indicaties van de introductieprijs of ondernemingswaarde blijken meestal al bij aanvang van het beursgangtraject ter tafel te komen. Tweederde (24, ofwel 65%) antwoordt bevestigend op de vraag of bij de keuze van de begeleidende bank reeds – al dan niet verkennend – met deze partij is gesproken over de waarde van de onderneming. Bij driekwart hiervan (18) leidde dit echter tot niet meer dan een waarde-indicatie of een prijs onder voorbehoud. Slechts 3 van de 24 betrokken bestuurders voegden toe dat in het beginstadium wel degelijk al een concrete (minimum)prijs werd afgesproken. Bij éénderde van de introducties (13, ofwel 35%) kwam de waardering bij de bankkeuze nog niet concreet aan de orde, bijvoorbeeld omdat de bankiers er nog niets over konden of wilden zeggen.

Opmerkelijk is dat 5 van de 18 bestuurders die een waarde-indicatie kregen van de bank, er uit eigen beweging op wezen dat deze veel hoger was dan de uiteindelijke introductieprijs. Naar hun idee wordt aanvankelijk uitzonderlijk positief gedaan over de waarde van de onderneming, omdat de bank de deal op dat moment nog moet binnenhalen. Een andere (overigens niet genoemde) verklaring voor de discrepantie zou gelegen kunnen zijn in de noodzakelijke

underpricing-discount: een geïndiceerde marktwaarde is iets anders dan een geïndiceerde introductieprijs. Illustratief zijn de volgende twee uitspraken⁹:

‘Op het moment dat banken de opdracht moeten krijgen, hebben ze de neiging opgewekt te zijn over de waarde. Gedurende het proces zie je ze langzaam maar zeker somberder worden.’

‘Gedurende het proces wordt de bank minder positief over de waardering. Dan hebben ze het mandaat binnen en willen ze de aandelen eenvoudig kunnen verkopen. Dat is een spel, je weet dat het komt en je moet het ook vooral spelen, anders word je tekort gedaan.’

Een voorlopige conclusie is dat door banken bij aanvang van het beursgangtraject in het algemeen een groot voorbehoud wordt gemaakt ten aanzien van de prijs, maar ook dat een competitieve sfeer bij de bankkeuze kan leiden tot een positievere voorstelling van zaken dan in een later stadium. Eenmaal gekozen en verder gevorderd in het traject ondervindt de bank geen concurrentie meer van andere banken en kan zij haar onderhandelingskracht ten volle laten gelden.

3.2 Waardebepaling en ontwikkeling beoogde prijs(range)

Het vraagstuk van de waardering van een IPO kan op verschillende manieren worden benaderd (zie bijvoorbeeld Kim en Ritter, 1999). Zo richt de ‘asset-based’ benadering zich op de vaststelling van de waarde of prijs van de afzonderlijke bezittingen van de onderneming. Als die op markten worden verhandeld, zijn prijsindicaties eenvoudig te vinden¹⁰. Het resterende probleem is de bepaling van eventueel

aanwezige synergie-effecten. Met name immateriële bezittingen, zoals R&D, goodwill en vooral groeimogelijkheden, maken de asset-based benadering vaak moeilijk toepasbaar op IPO's. Een tweede waarderingsmethode is gebaseerd op de theoretisch verantwoorde present value (of discounted cash-flows)-methode. Voorspellingen van toekomstige kasstromen en de bijbehorende disconteringsvoet waartegen moet worden teruggerekend naar het heden, zijn in het algemeen echter met veel onzekerheid omgeven. Dit geldt vooral voor jonge groeiondernemingen, waartoe IPO's vaak behoren. Een derde benadering gaat uit van de waarde van beursgenoteerde, vergelijkbare ondernemingen: de ‘peer-group’-analyse. Gebruik wordt gemaakt van boekhoudkundige informatie en multiples, zoals de koers/winstverhouding. Als er (winst)voorspellingen voor deze zogenaamde peer group beschikbaar zijn, dan worden die bij voorkeur gebruikt (Kim en Ritter, 1999). Overigens is er geen garantie voor succes, bijvoorbeeld omdat goed vergelijkbare ondernemingen met een beursnotering soms ontbreken (denk aan een IPO van een nieuwe bedrijfstak aan de beurs). Vooral de peer-group-analyse komt uit de interviews als belangrijke waarderingsaanpak naar voren.

In de praktijk blijkt de prijsbepaling niet alleen het toepassen van een waarderingsmethode te zijn, maar een proces op zich. Eerste indicaties zijn er vaak al aan het begin van het beursgangtraject (zie de vorige paragraaf) en de definitieve vaststelling geschiedt in veel gevallen pas kort voor de eerste officiële handelsdag. De factoren die gedurende het prijsvormingsproces hebben geleid tot tussentijdse interne aanpassingen van de beoogde vaste prijs (bij vaste-prijsintroducties) of de prijsrange (bij bookbuilding-introducties) zijn vermeld in tabel 2. De meeste bestuurders noemden twee of drie factoren.

Tabel 2. Welke factoren hebben gedurende het prijsvormingsproces geleid tot tussentijdse interne aanpassingen van de beoogde vaste prijs (bij vaste-prijsintroducties) of de beoogde prijsrange (bij bookbuilding-introducties)? N=36*

	Aantal	Percentage
1. Hernieuwde uitkomsten waarderingsmodellen	31	86%
2. Bedrijfsmatige ontwikkelingen	2	6%
3. Omstandigheden aandelenmarkten	14	39%
4. Pre-marketing door bank	25	69%
5. Inschatting en ‘prijsgevoel’ bank	3	8%
6. Kracht van de onderhandelingen	11	31%

* Exclusief twee claimintroducties en twee bestuurders die niet konden antwoorden omdat ze niet zelf bij de totstandkoming van de prijs(range) betrokken waren.

Met name hernieuwde inzichten dankzij waarderingsmodellen en pre-marketing zijn dus van invloed tijdens het prijsvormingsproces. Bij pre-marketing tast de bank in een vroeg stadium onder institutionele partijen de marktvraag af en gaat zij op zoek naar een redelijke introductieprijs of prijsrange. Zoals veel geïnterviewden ook zelf aangaven, hebben veranderingen in marktomstandigheden natuurlijk ook indirect invloed op het prijsvormingsproces, bijvoorbeeld via de peer-group-analyse en pre-marketingactiviteiten.

'Het waarderingstraject is parallel aan het hele beursgangstraject gaan lopen, er zijn allerlei modellen gemaakt: discounted cashflows, et cetera. Er is ongetwijfeld een beetje pre-marketing geweest, maar niet in grote omvang.'

'In de laatste weken voor de introductie is de prijs intern nog aanzienlijk omhoog gegaan. Ten eerste ontwikkelde het bedrijf zich erg goed, er was duidelijk inzicht in de resultaten van het lopende jaar en dat sterkte ons in het idee dat de waardering omhoog moest. Ten tweede waren de marktomstandigheden erg gunstig en dat heeft ook zeker een rol gespeeld. De bank deed geheimzinnig over pre-marketing. Die is er wel geweest, want de roadshows zijn gecancelled omdat de belangstelling zo enorm was.'

Naast de uitkomsten van waarderingsmodellen blijkt ook de belangstelling in de markt een rol te spelen. Natuurlijk kan worden gesteld dat als de introductieprijs 'correct' is, er een 'normale' vraag moet bestaan, maar de onzekerheid over de marktwaarde van de IPO vooraf – samenhangend met informatieasymmetrie – werkt verstorend. Immers, bij het nog ontbreken van een beursnotering bestaat het gevaar van een opportunistische prijsstelling door insiders/aandeelhouders met superieure informatie. Onvolledig of helemaal niet geïnformeerde outsiders/beleggers zouden daarom een conservatieve prijsstelling voorstaan, of duidelijker gesteld: een korting wensen. Vrijwillige underpricing zou dan door kwalitatief goede ondernemingen worden gebruikt om goede winstvooruitzichten aan de markt kenbaar te maken, iets wat kwalitatief slechte ondernemingen zich niet kunnen permitteren. Hoewel 'to leave a good taste in investors' mouths' van belang kan zijn in verband met toekomstige operaties op de vermogensmarkt, bestaat er weinig empirische ondersteuning voor deze verklaring voor underpricing (vergelijk Ritter en Welch, 2002, voor een overzicht). Een andere uitleg wordt modelmatig aangedragen door Rock (1986). Rock maakt echter niet de veronderstelling van een beter

geïnformeerde onderneming, maar gaat juist uit van het bestaan van informatieasymmetrie tussen beleggers onderling. Underpricing zou dan noodzakelijk zijn om compensatie te bieden aan beleggers met een informatieachterstand ten opzichte van goed geïnformeerde beleggers. Eerstgenoemden weten immers op voorhand dat zij ten gevolge van de achterstand geconfronteerd zullen worden met een ongunstige allocatie, de zogenaamde 'winner's curse'¹¹. Een verwachte (gemiddelde) discount op de aangeboden stukken zorgt ervoor dat minder goed geïnformeerde beleggers zich niet van de IPO-markt afzijdig houden. Beatty en Ritter (1986) stellen in dit verband dat een hoger niveau van underpricing moet gelden bij een grotere mate van informatieasymmetrie. Volgens de voorgaande redeneringen is het voor de bank niet alleen belangrijk om voor zichzelf de kwaliteit van de onderneming te bepalen, maar ook om die te communiceren naar de markt. Dit laatste verkleint immers de ex-ante onzekerheid over de marktwaarde van de onderneming en daarmee het gerelateerde niveau van underpricing.

Een mogelijk nuttig instrument ter beperking van informatieasymmetrie is pre-marketing. In tabel 2 werd reeds de relevantie hiervan bevestigd: pre-marketing kwam als een goede tweede uit de bus met nota bene 25 vermeldingen. Opvallend is dat hieronder 6 van de 9 vaste-prijsintroducties begrepen zijn en 19 van de 29 bookbuilding-introducties. De toepassing en invloed van pre-marketing lijken in deze dus niet te verschillen tussen vaste prijs- en bookbuilding-introducties. Overigens, dat pre-marketing in bijna éénderde van de gevallen niet wordt genoemd, wil niet zeggen dat er ook daadwerkelijk geen pre-marketing heeft plaatsgevonden. Soms heeft pre-marketing gewoonweg geen invloed op de voorgenomen prijs, maar daarnaast blijkt vooral dat banken vaak weinig openheid van zaken geven over hun acties op dat gebied, waardoor bestuurders überhaupt niet weten of er pre-marketing heeft plaatsgevonden.

Op grond van het voorgaande is de gedachte dat begeleidende banken via pre-marketing een informatievoorsprong verkrijgen niet vreemd. De vraag is vervolgens of zij hieruit voordeel trekken ten koste van de uitgevende onderneming. De hypothese van Baron (1982) – dat superieure kennis van de bank over de marktomstandigheden wordt uitgebuit/beloofd in de vorm van een lagere prijsstelling (dus underpricing) met voor de bank lagere plaatsingskosten en een betere relatie met (vooral) institutionele beleggers – is verworpen door Muscarella en Vetsuypens (1989). Habib

en Ljungqvist (2001) stellen echter dat het hierbij gehanteerde onderzoeksraamwerk onvolkomenheden bevat en de voornoemde conclusie bijgevolg prematuur is. Onze uitkomsten benadrukken het belang voor het prijsvormingsproces van de door de bank verworven – doch niet vrij beschikbare – pre-marketinginformatie. Nader onderzoek is in dit verband zonder meer noodzakelijk. Een formelere inrichting van het pre-marketingproces lijkt gewenst. Dit zou de doorzichtigheid van de waardebeoordeling vergroten en de efficiëntie van de IPO-markt kunnen bevorderen (met een betere – lees: niet te lage – prijsstelling als gevolg).

Slechts 16 ondernemingen (40%) verkregen raad van derden aangaande de prijsbepaling. Zesmaal werd hierin voorzien door een op zichzelf staande analyse van een tweede syndicaatslid en tienmaal door een 'fairness opinion' van een volledig onafhankelijke externe partij. Dit komt naar voren uit de antwoorden op onze vraag naar de partij(en) die de modelmatige waardebeoordeling heeft (hebben) gedaan. Institutionaliseren van een fairness opinion binnen het prijsvormingsproces zou eveneens een efficiëntere marktwerking kunnen bewerkstelligen. De actualiteit van onze ideeën zien we bevestigd in de Verenigde Staten waar toezichthouder NASD (National Association of Security Dealers) eind 2003 verscheidene voorstellen in bespreking heeft gegeven, onder meer om belangenconflicten te reduceren¹².

Om de relevantie van 'ownership dispersion' als verklaring voor underpricing (vergelijk Booth en Chua, 1996, en Brennan en Franks, 1997) vast te stellen, vroegen we of een beursgaande onderneming een

meer diverse groep nieuwe aandeelhouders kan krijgen als het niveau van de prijsrange (bookbuilding) of de vaste prijs bewust iets lager dan mogelijk wordt gesteld. Een minderheid van twaalf geïnterviewden (32%) denkt dat dit inderdaad het geval is. Gevraagd of de spreidingsgedachte ook daadwerkelijk van invloed was op de hoogte van de introductieprijs, bevestigden zes van deze twaalf geïnterviewden (16% van de totale onderzoekspopulatie) dat de prijs om deze reden inderdaad lager is gesteld. Ongeveer tweederde (25, ofwel 68%) gelooft niet in een invloed van de hoogte van de introductieprijs op de spreidingsmogelijkheden.

'Een lagere prijs dan mogelijk is in z'n algemeenheid alleen in het voordeel van de bank met het oog op hun klantrelaties. Een onderneming wil alleen zoveel mogelijk geld ophalen.'

Voor wat betreft de 29 introducties aan de hand van de bookbuilding-methode is niet alleen de totstandkoming van het niveau van de prijsrange interessant, maar ook de breedte. De hierop van invloed zijnde factoren zijn weergegeven in tabel 3. In bijna alle gevallen noemde men één of twee factoren (gemiddeld 1,6).

Bij meer dan de helft van de bookbuilding-introducties wordt de breedte van de prijsrange bepaald door onzekerheid over de marktw waarde van het aandeel: 15 geïnterviewden (56%) spreken over de mate van onzekerheid omtrent de marktw waarde van het aandeel in algemene zin, onzekerheid ingegeven door de theoretische waardering, onzekerheid gebaseerd op indicaties die pre-marketing opleverde, of een combi-

Tabel 3. Welke factoren hebben de breedte van de prijsrange bepaald? N=27*

	Aantal	Percentage
1. Algemene onzekerheid over marktw waarde aandeel	5	18,5%
2. Onzekerheid uitkomst theoretische waardebeoordeling	7	25,9%
3. Onzekerheid indicaties gebaseerd op pre-marketing	6	22,2%
4. Onzekerheid over ontwikkeling aandelenmarkten	9	33,3%
5. Onderhandelingen in algemene zin	3	11,1%
6. Bank ondergrens, onderneming bovengrens	3	11,1%
7. Doelstelling: introductieprijs op bovengrens	2	7,4%
8. Gekeken wat gebruikelijk is	4	14,8%
9. Gevoelsmatige inschatting	1	3,7%
10. Onbekende overwegingen van de bank	2	7,4%

* Exclusief twee bestuurders die niet zelf bij de totstandkoming van de prijs(range) betrokken waren.

natie van deze drie factoren. Dit is niet onbelangrijk, omdat het de veelvuldig gehanteerde interpretatie van de breedte van de prijsrange als maatstaf voor de ex-ante onzekerheid over de marktwaarde van het aandeel bevestigt. Ook is interessant dat één derde van de geïnterviewden (9, ofwel 33%) zegt dat de breedte is gebaseerd op de ingeschatte volatiliteit van de aandelenmarkten tijdens de navolgende inschrijvingsperiode. De prijsrange moet volgens hen de meeste bewegingen op kunnen vangen. Het punt hierbij is de impliciete verwijzing naar de marktonzekerheid, terwijl de mate van informatieasymmetrie en de potentiële waarde van inside-informatie normaal gesproken juist wordt benaderd door ondernemings-specifieke onzekerheid (vergelijk Ritter, 1984, en Booth en Smith, 1986).

Gebruikelijk is bij empirisch onderzoek naar underpricing van IPO's de prijsrange als een onafhankelijke verklarende variabele te beschouwen: een smallere prijsrange zou duiden op een lagere mate van ex-ante onzekerheid. De suggestie die we echter aan onze resultaten ontleen, is dat er sprake is van endogeniteit. Nader onderzoek verdient bijvoorbeeld de mogelijke invloed van de reputatie van de bank op de breedte van de prijsrange. Niet ondenkbaar is namelijk dat een gerenommeerde bank vooraf nauwkeuriger de waarde van de beursgaande onderneming kan vaststellen (bijvoorbeeld door pre-marketing). Hierdoor is er een minder grote informatieoverdracht gedurende de navolgende inschrijvingsperiode te verwachten. De prijsrange – die kan dienen om nieuwe informatie tijdens de inschrijving op te vangen (door de introductieprijs na vergaring van gunstige informatie boven het midden te kiezen en onder het midden bij ongunstige informatie) – hoeft bijgevolg minder breed gesteld te worden. Als nu zou blijken dat de breedte van de prijsrange een effect sorteert op het underpricing-niveau dat uiteindelijk wordt gerealiseerd, dan zou er sprake zijn van een indirecte invloed van de reputatie van de bank op het niveau van underpricing (namelijk via de breedte van de prijsrange).

Onze onderzoekssuggestie verdient ook aandacht in verband met de rol van onderhandelingen bij overlegsituaties. Mogelijk is die rol in het geval van een gerenommeerde bank anders door haar grotere onderhandelingskracht (versus de onderneming). Dat onderhandelingen sowieso effect sorteren, werd uit eigen beweging gezegd door 31% van de bestuurders bij onze vraag over de tussentijdse prijsontwikkeling (zie tabel 2) en door 22% bij de breedte van de prijsrange (zie tabel 3). Rechtstreeks naar de onderhande-

lingen gevraagd, blijkt een veel groter deel met de bank in debat te zijn gegaan. We vroegen namelijk bij alle vaste prijs- of bookbuilding-introducties in welke mate er met de bank is onderhandeld over de prijsstelling in het (voorlopige) prospectus. Veruit de meeste bestuurders (33, ofwel 87%) gaven aan dat er gemiddeld (9x), in behoorlijke mate (11x) of in sterke mate (13x) werd onderhandeld. Slechts bij drie (ofwel 8%) introducties werd alleen 'in enige mate' onderhandeld en bij één (3%) helemaal niet. Deze actieve opstelling van ondernemingszijde wordt nog eens bevestigd door het overgrote deel van de bestuurders (27, ofwel 73%) dat desgevraagd zegt zich tijdens het prijsvormingsproces bewust te zijn geweest van belangentegenstellingen ten opzichte van de bank.

De prijs of prijsrange zoals vermeld in het – al dan niet voorlopige – prospectus, wordt meestal pas op het laatste moment definitief met de bank afgesproken, zo blijkt bij navraag. In iets meer dan de helft van de gevallen (19, ofwel 51%) zaten er slechts twee dagen of minder tussen definitieve afspraak en publicatie. Bij de overige varieerde dit van drie dagen tot meestal maximaal één maand.

3.3 Bepaling van de definitieve introductieprijs

Om inzicht te krijgen in de mening van de bestuurders over de hardheid van de gemaakte afspraken ten aanzien van de prijsrange, legden we hen in geval van een bookbuilding-introductie de volgende vraag voor: 'Kunt u zich voorstellen dat u tegen een prijs onder de eerder gecommuniceerde prijsrange naar de beurs was gegaan indien de bank hierom zou hebben gevraagd?' Een beperkte meerderheid van 16 geïnterviewden (55%) antwoordde ontkennend. Een kleine minderheid (13, ofwel 45%) kan zich daarentegen wel degelijk voorstellen dat zij akkoord zouden zijn gegaan met een lagere prijs. Zeven van deze 13 stellen dat de bank in dat geval wel met erg goede argumenten had moeten komen; drie anderen erkennen dat ze geen kant op zouden hebben gekund, omdat de beursgang uit liquiditeitsoverwegingen simpelweg noodzakelijk was. Tevens vroegen we: 'Denkt u dat de bank op uw verzoek of uit eigen beweging de introductieprijs boven de eerder gecommuniceerde prijsrange had willen stellen indien de marktvraag hiertoe aanleiding had gegeven?' Slechts ongeveer één derde van de geïnterviewden (10, ofwel 34%) denkt dat de bank inderdaad bereid zou zijn geweest de prijs hoger te stellen. Opvallend is echter dat de meeste bestuurders in de overtuiging verkeren dat de bank *niet* zou meewerken: maar liefst 19 bestuurders (66%) antwoordden ont-

kennend op de vraag. Vrijwel alle nadere onderbouwingen hadden betrekking op het 'not done' zijn van een prijsverhoging in een laat stadium of het daarmee samenhangende gevaar van reputatieschade voor de bank. De volgende uitspraken illustreren dit:

'Het stellen van de introductieprijs boven de aanvaardbare prijsrange is slecht voor de reputatie van de bank. Onze Europese investment bank streefde een langetermijnrelatie na.'

'Nee, de bank had dat nooit willen doen, ze hadden al hun vriendjes al getipt over onze beursgang.'

Onze resultaten leveren directe indicaties voor slechts een beperkte bereidheid bij ondernemingen om de introductieprijs onder de prijsrange te kiezen, en in nog mindere mate bij de bank om de prijs erboven te stellen. Hoogstwaarschijnlijk hangt het laatstgenoemde met name samen met pre-marketing en de daarbij door de bank gewekte verwachtingen bij beleggers (vergelijk ook Jenkinson, Morrison en Wilhelm, 2003). Het kennelijk grote belang van deze voorafgaande fase betekent overigens zeker niet automatisch een inefficiënte (introductie-)prijsvorming. Wel wijst het er – gegeven ook de uit veel gesprekken gebleken onduidelijkheid omtrent precieze overwegingen en doelstellingen ('objectives', zie Loughran en Ritter, 2003) van de bank – opnieuw op dat een grotere transparantie rond de pre-marketing gewenst is, bijvoorbeeld door middel van een formelere inrichting.

De uiteindelijke keuze van de introductieprijs ten opzichte van de prijsrange zal uiteraard vooral afhankelijk zijn van de vraag naar de aandelen. We vroegen of ook andere factoren een rol speelden. Meestal (bij 19 boekbuilding-introducties, ofwel 68%) was daar echter geen sprake van. Factoren die bij negen andere boekbuilding-introducties (32%) wel een rol speelden, waren prijsonderhandelingen met de bank (tweemaal), het gedeelte dat men bij institutionele aandeelhouders zou kunnen plaatsen (viermaal), bevordering van een koersstijging op de eerste handelsdag (viermaal), verdiscontering van tussentijdse marktontwikkelingen (eenmaal) en prijszetting boven het midden van de range om de introductie succesvol te doen overkomen (eenmaal). Uit meerdere ongevraagd gegeven toelichtingen blijkt dat banken regelmatig een lagere prijszetting prefereren dan de onderneming, ook lager dan haalbaar is gegeven de marktvraag. Ruimere allocatie onder institutionele beleggers lijkt een belangrijke rol te spelen. Zo melden men bijvoorbeeld:

'Het bleek dat we ... keer overtekend waren. We konden toen tegen de bovenkant van de range naar de markt. De bank wilde echter tegen een zes procent lagere prijs. De aandeelhouders hadden hier vraagtekens bij. Bij de lagere prijs zouden we volgens de bank zeer hoogwaardige vraag bedienen. Bij de tekening van de onderwritting agreement hebben we gezegd: doe toch maar de bovenkant van de prijsrange. De prijs was natuurlijk zeer belangrijk voor de aandeelhouders, het is tenslotte hun portemonnee. Als er argumenten waren geweest in het voordeel van de onderneming om de prijs lager in de range te zetten, dan hadden we daar zeker rekening mee gehouden, maar ik vond dat de bank daarvoor onvoldoende argumenten had.'

'De bank zei dat de instituten het belangrijkste zijn en de particulieren een nevenmarkt. Er is toen een fikse discussie geweest over de prijszetting binnen de range. Wij vonden dat je de verkopende aandeelhouders onrecht zou aandoen als je bij overtekening niet bovenin de range zou gaan zitten. De bank wilde lager, maar met veel moeite zijn ze uiteindelijk meegegaan.'

We informeerden ten slotte naar het vermeende realiteitsgehalte van de signaling-hypothese (vergelijk Allen en Faulhaber, 1989 en Welch, 1989) en vroegen: 'Denkt u dat de prijsstelling van invloed is op eventuele vervolgemissies, bijvoorbeeld doordat een lagere prijsstelling zorgt voor een hogere opbrengst bij vervolgemissies, omdat beleggers een goede nasmaak aan de beursgang overhouden?' Een kleine meerderheid van 21 bestuurders (53%) antwoordde bevestigend. Drie anderen (8%) zien in beginsel geen verband, tenzij het tijdsbestek tussen beursgang en hernieuwd beroep op de kapitaalmarkt beperkt is. De overige 16 geïnterviewden (40%) hechtten geen enkele waarde aan de signaling-hypothese. Volgens 13 van de 21 bestuurders die bevestigend antwoordden (33% van de totale onderzoekspopulatie), is de introductieprijs ook daadwerkelijk met het oog op vervolgemissies bewust laag gehouden. Overigens is eveneens met bestuurders die de signaling-functie niet onderkennen over dit onderwerp verder gepraat. Ook zij blijken in een aantal gevallen bewust niet het onderste uit de kan te hebben gehaald. Men wilde naar eigen zeggen zorg dragen voor een 'happy investor base', waarbij het oogpunt van een vervolgemissie expliciet van de hand werd gewezen¹³. Vandaar misschien dat empirisch onderzoek naar IPO's waarbij onderscheid is gemaakt tussen wel en geen vervolgemissie, niet leidde tot ondersteuning voor signaling als verklaring van underpricing (voor een overzicht vergelijk Ritter en Welch, 2002). Immers, over de gehele breedte –

dus niet alleen in gevallen van een geplande of daadwerkelijk geëffectueerde vervolgemissie – blijkt men aandeelhouders vaak gunstig te willen stemmen door middel van underpricing.

4 Slot

Aan de hand van een vaste vragenlijst hebben we veertig diepte-interviews gehouden met (oud-)bestuurders die betrokken zijn geweest bij een beursgang die plaatsvond in de periode vanaf 1990 tot en met 2001. De aldus verzamelde, representatieve data betreffen 'stated' opinies en overwegingen met betrekking tot verscheidene aspecten bij de totstandkoming van de introductieprijs, zoals het gebruik van waarderingsmodellen, de factor informatieasymmetrie, pre-marketing en de opstelling van de begeleidende bank. Onze resultaten inzake het niveau van de prijs(range) bij alle introducties en de breedte van de prijsrange in geval van bookbuilding suggereren de aanwezigheid van een achterliggend proces met een ten minste door pre-marketing verkregen informatievoorsprong voor de bank. Een implicatie is enerzijds dat een onafhankelijke toepassing van prijs(range)-gerelateerde variabelen in underpricing-modellen niet toelaatbaar is en anderzijds dat een formelere inrichting van het pre-marketingproces wenselijk is om de bijbehorende informatieoverdracht transparant te maken. Dit laatste is ten behoeve van een efficiëntere (introductie)prijsvorming. Voor wat betreft de vaststelling van de uiteindelijke introductieprijs is de vraag de belangrijkste factor. De onder- en bovengrens van de prijsrange bij bookbuilding blijken echter niet zonder weerstand overschreden te worden. Een daadwerkelijke rol voor 'ownership dispersion' als verklaring voor underpricing lijkt nauwelijks te bestaan. 'Signaling' door middel van underpricing blijkt inderdaad bij éénenderde van de IPO's te zijn toegepast, maar ook bij de overige introducties blijkt het gunstig stemmen van aandeelhouders niet zelden een rol te hebben gespeeld. ■

Literatuur

- Allen, F. en G.R. Faulhaber, (1989), Signaling by underpricing in the IPO market, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 303-324.
- Assem, M.J. van den, E.R. de Boer en M.T.P.M. Muurmans, (1998), *De beursgang van Nederlandse ondernemingen*, intern rapport Ernst & Young Corporate Finance BV.
- Baron, D., (1982), A model of the demand of investment banking advising and distribution services for new issues, in: *Journal of Finance*, vol. 37, pp. 955-976.
- Beatty, R.P. en J.R. Ritter, (1986), Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 213-232.
- Booth, J.R. en L. Chua, (1996), Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 41, pp. 291-310.
- Booth, J.R. en R.L. Smith, (1986), Capital raising, underwriting and the certification hypothesis, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 261-281.
- Brennan, M.J. en J. Franks, (1997), Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 45, pp. 391-413.
- Cummings, R.G., D.S. Brookshire en W.D. Schulze (red.), (1986), *Valuing Environmental Goods: An Assessment of the Contingent Valuation Method*, Rowman and Allanheld, Totowa.
- Graham, J.R. en C.R. Harvey, (2001), The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 60, pp. 187-243.
- Habib, M.A. en A.P. Ljungqvist, (2001), Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence, in: *Review of Financial Studies*, vol. 14, pp. 433-458.
- Jenkinson, T., A.D. Morrison en W.J. Wilhelm, (2003), *Why are European IPO's so rarely priced outside the indicative price range?*, working paper, University of Oxford.
- Kim, M. en J.R. Ritter, (1999), Valuing IPOs, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 53, pp. 409-437.
- Koh, F. en T.S. Walter, (1989), A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 251-272.
- Loughran, T. en J.R. Ritter, (2003), *Why has IPO underpricing changed over time?*, working paper, University of Florida.
- Muscarella, C.J. en M.R. Vetsuypens, (1989), A simple test of Baron's model of IPO underpricing, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 125-136.
- Ritter, J.R., (1984), The 'hot issue' market of 1980, in: *Journal of Business*, vol. 32, pp. 215-240.
- Ritter, J.R. en I. Welch, (2002), A review of IPO activity, pricing, and allocations, in: *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1795-1828.
- Rock, K., (1986), Why are new issues underpriced, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 187-212.
- Welch, I., (1989), Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings, in: *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 421-450.

Noten

- 1 In 2002 en 2003 vond geen enkele introductie plaats die aan de gestelde criteria voldoet.
- 2 Uitgesloten zijn:
 - introducties van aandelen van ondernemingen die reeds aan een effectenbeurs waren genoteerd binnen een periode van vijf jaar voorafgaand aan de beursgang;
 - introducties van effecten anders dan gewone aandelen of certificaten van aandelen;
 - introducties waarbij aandelen in combinatie met warrants tegen één introductieprijs zijn geïntroduceerd;
 - introducties door verhandeling of verwisseling;
 - beleggings-, vastgoed- en participatiemaatschappijen;
 - houdstermaatschappijen van reeds beursgenoteerde aandelen;
 - buitenlandse aandelen.

- 3 Aangeschreven bestuurders die niet hebben deelgenomen aan het onderzoek konden geen tijd vrij maken, vonden de beursgang te lang geleden of waren in tegenstelling tot eerdere informatie toch woonachtig in het buitenland. In enkele gevallen is onze brief doorgestuurd naar een onbekend privé-adres, maar hebben we geen reactie meer mogen ontvangen. Een aantal betrokkenen heeft zich afgemeld zonder opgaaf van redenen.
- 4 De bijdrage van deze bestuurder bestond uit een interview van 2 uur. Tijdens het gesprek kwamen beide introducties steeds afzonderlijk aan de orde. De uitkomsten zijn in het onderzoek verwerkt als ware er sprake van twee verschillende interviews.
- 5 Bij introducties door middel van 'bookbuilding' schrijven beleggers in op basis van een in het voorlopige prospectus bekendgemaakte prijs-range. Zij geven hierbij aan hoeveel aandelen zij willen kopen tegen welke prijs. Bij hantering van de vaste-prijsmethode dienen beleggers aan te geven hoeveel aandelen zij wensen te kopen tegen de van tevoren vastgestelde prijs. De claimmethode is gebaseerd op het gebruik van inschrijfrechten ('rights') of claims die gedurende enkele dagen voorafgaand aan de eigenlijke introductie worden verhandeld. Houders van deze rechten kunnen de te introduceren aandelen kopen tegen de (vaste) uitoefenprijs.
- 6 Uit eerder onderzoek is gebleken dat men de haalbaarheid van een beursgang meestal reeds vóór aanvang van het traject verkennend of uitgebreid heeft bestudeerd (Van den Assem, de Boer en Muurmans, 1998). Verwar een dergelijk haalbaarheidsonderzoek niet met het due diligence-onderzoek. Dit laatste heeft de begeleidende bank nodig om zich een oordeel te kunnen vormen over de status van de te introduceren onderneming en de juistheid en volledigheid van de in het prospectus op te nemen informatie.
- 7 De onderzoeksresultaten die in dit artikel worden besproken, vormen een onderdeel van een bredere analyse, waarin ook vele andere aspecten van het beursgangstraject dan de totstandkoming van de introductieprijs aan de orde komen.
- 8 Bij één onderneming nam het hele traject 36 maanden in beslag, inclusief 7 maanden uitstel. Deze uitzonderlijke waarneming wordt buiten beschouwing gelaten.
- 9 Ter illustratie hebben we in dit artikel letterlijke citaten opgenomen. Alle uitspraken zijn afkomstig van verschillende respondenten.
- 10 In het geval dat voor goederen en diensten geen markten bestaan, kan de zogenaamde Contingent Valuation Method (zie bijvoorbeeld Cummings, Brookshire en Schulze, 1986) uitkomst bieden. Deze methode baseert zich op survey-onderzoek in een experimenteel kader, waarbij men wordt gevraagd naar de waardering op een hypothetische of 'contingent' markt. Hoewel in principe wellicht uitvoerbaar, kennen we geen toepassing op het gebied van IPO's.
- 11 Goed geïnformeerde beleggers zullen alleen maar inschrijven op (te) laag geprijsde IPO's, waardoor minder goed geïnformeerde beleggers uit de markt worden gedrukt door rantsoenering bij het alloceren van (te) laag geprijsde IPO's. Daarentegen krijgen zij juist veel aandelen toegewezen van (te) hoog geprijsde IPO's. De slotsom is een negatief allocatiegewogen rendement, tenzij er over de gehele linie wordt 'underpriced'. Rock's verklaring voor underpricing kent behalve indirecte ook directe empirische ondersteuning (Koh en Walter, 1989).
- 12 Zie www.nasd.com.
- 13 Tijdens vijf interviews kwam ongevraagd (en meestal bij de bespreking van belangentegenstellingen) de principaal-agentrelatie tussen management en bestaande aandeelhouders duidelijk naar voren. Omdat het management na de beursgang ook met de nieuwe aandeelhouders te maken krijgt en men deze groep graag tevreden wil stemmen, zijn bestuurders niet altijd geneigd het onderste uit de kan te halen.