



Munich Personal RePEc Archive

The choice of the investment bank when going public

Geert Lemmens

Catholic University of Leuven (thesis)

2003

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/4692/>
MPRA Paper No. 4692, posted 10. September 2007

FACULTEIT ECONOMISCHE EN
TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
DEPARTEMENT TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN



KATHOLIEKE
UNIVERSITEIT
LEUVEN

DE KEUZE VAN DE INVESTERINGSBANK BIJ EEN BEURSINTRODUCTIE

Geert Lemmens

Verhandeling aangeboden tot
het behalen van de graad van
Licenciaat in de Toegepaste Economische Wetenschappen

Promotor : Prof. Dr. N. Huyghebaert



Geert Lemmens

De keuze van de investeringsbank bij een beursintroductie

Korte Inhoud Verhandeling:

Een beursintroductie is één van de hoogtepunten uit de geschiedenis van een onderneming. Deze verhandeling heeft tot doel een van de belangrijke beslissingen op het moment van de Initial Public Offering, namelijk de keuze van de investeringsbank, in detail te behandelen. Allereerste wordt een analyse gegeven van de voor- en nadelen van een IPO en het waarom van de samenwerking met een investeringsbank. Het volgende hoofdstuk gaat dan dieper in op de factoren die in de literatuur naar voren komen als bepalend bij de keuze van de bank. De empirische analyse die hierop volgt tracht de theorie te toetsen aan de realiteit door het bepalen van de invloed bij Belgische IPO's van de verschillende in de literatuur gesuggereerde factoren.

Promotor : Prof. Dr. N. Huyghebaert

Dankwoord

Een thesis is de kroon op het werk van een universitaire studie. Na de leerstof jaren aangereikt gekregen te hebben was dit werk de ultieme stap naar zelfstandig werken. Het zoeken naar en verwerken van relevante informatie, het bepalen van een geschikte structuur, de statistische verwerking van cijfermateriaal,... allemaal maakt het deel uit van het leerproces dat een thesis is.

Natuurlijk stond ik er bij deze taak niet alleen voor. Allereerst wil ik mijn promotor professor Huyghebaert bedanken. Haar deur stond altijd voor me open als ik een probleem had en zonder haar suggesties en opmerkingen had ik mijn statistische analyse nooit tot een goed einde kunnen brengen. Ook naar mijn werkleidster Caroline Obyn gaat veel dank uit. Haar ideeën en suggesties bleken steeds to the point en hebben een aantal interessante inzichten aangebracht voor deze thesis. Verder dank ik haar voor het vele correctiewerk. Ten slotte wil ik me bij haar en bij mevrouw Huyghebaert excuseren voor de dt-fouten die regelmatig al eens in mijn teksten slopen.

Naast de academische hulp wil ik ook de mensen bedanken die mij moreel hebben gesteund. Zo dank ik allereerst mijn ouders voor hun jarenlange steun en het feit dat ze mij de mogelijkheid gaven de studie van Toegepaste Economisch Wetenschappen aan te vatten. Daarnaast gaat er ook een woord van dank uit naar mijn collega TEW-studenten voor de fijne tijd die we samen gehad hebben. Een aantal van hen zijn echte vrienden geworden en zullen ook na het leven als student een belangrijke plaats blijven innemen in mijn leven.

Inhoudsopgave

Algemene Inleiding.....	1
Hoofdstuk 1 : De Beursintroductie	3
1.1 Is de onderneming klaar voor een beursintroductie?.....	3
1.1.1 Professionalisering en uitbouw van het bestuur	3
1.1.2 Uitbouw van het management.....	4
1.1.3 Voldoen aan de informatieverplichtingen.....	4
1.1.4 Aanpassen van de statuten	5
1.2 De voor- en nadelen van een beursintroductie.....	5
1.2.1 Voordelen van IPO's	6
1.2.2 Nadelen van IPO's.....	10
1.3 Conclusie	13
Hoofdstuk 2 : De rol van de investeringsbank bij een beursintroductie	15
2.1 Waarom samenwerken met een investeringsbank?.....	15
2.1.1 Certification hypothesis	16
2.1.2 Realiseren van kostenvoordelen.....	16
2.1.3 Lagere graad van onderwaardering	17
2.1.4 Liquiditeit van het aandeel.....	17
2.1.5 Andere argumenten om samen te werken met een investeringsbank.....	18
2.2 Vormen van contracten.....	19
2.2.1 Underwriting	19
2.2.2 Alternatieven voor onderwriting	20
2.3 Diensten geleverd door de investeringsbank voor de IPO.....	21
2.4 Diensten geleverd na de IPO.....	24
2.4.1 Koersondersteuning	24
2.4.2 Ander diensten geleverd door de investeringsbank na de IPO.....	26
2.5 Rollen van de verschillende banken in het syndicaat.....	27
2.5.1 Lead Manager(s).....	27
2.5.2 Co-lead manager(s).....	28
2.5.3 Syndicate members	28
2.6 Conclusie	28
Hoofdstuk 3 : De keuze van de investeringsbank.....	30
3.1 De reputatie van de investeringsbank.....	30

3.1.1	Reputatie en lange termijn prestaties	30
3.1.2	Reputatie en underpricing	33
3.2	Ervaring van de investeringsbank met betrekking tot de sector waarin het bedrijf actief is	35
3.3	Liquiditeit van het aandeel en aftermarket support.....	36
3.4	Transactiekosten.....	37
3.4.1	Verklaring verschillen in spreads	37
3.4.2	Afwezigheid prijsconcurrentie	38
3.5	Complexiteit van de IPO	42
3.6	Effect op het vermogen van de aandeelhouders.....	42
3.6.1	Effect bij secondary offering.....	42
3.6.2	Effect bij primary offering	43
3.7	Aantal lead en co-lead managers.....	44
3.8	Relatie met de investeringsbank.....	45
3.9	Overige kenmerken van de investeringsbank	46
3.10	Conclusie	47
Hoofdstuk 4	: Empirische studie	48
4.1	Data.....	48
4.2	Doelvariabelen	49
4.2.1	Reputatie van de investeringsbank	49
4.2.2	Aantal lead-managers	52
4.2.3	IPO's met enkel een kleine bank als lead-managers	52
4.2.4	Vermogensbankier onder de lead-managers	53
4.3	Onafhankelijke variabelen	53
4.3.1	Complexiteit van de IPO.....	53
4.3.2	Aantal lead- en co-lead-managers	55
4.3.3	Relatie met de investeringsbank.....	55
4.3.4	Aanwezigheid risicokapitaal	56
4.3.5	Blockholders.....	57
4.3.6	Beurs waarop de onderneming gaat noteren	57
4.4	Empirische studie	58
4.4.1	Correlatiematrix van de opgenomen variabelen.....	59
4.4.2	Regressies.....	61
4.4.3	Invloed van de relatie met de investeringsbank	67

4.5	Evolutie van het aantal syndicaatsleden	70
4.6	Mate van underpricing.....	71
4.6.1	Invloed reputatie van de bank op de mate van underpricing	72
4.6.2	Multivariaat model met underpricing als doelvariabele	72
4.7	Conclusie	76

Algemene Inleiding

Een beursintrodactie is een van de hoogtepunten in de geschiedenis van een onderneming. Tussen de beslissing om naar de beurs te gaan en de eerste noteringsdag zit een voor de onderneming zeer drukke periode. Gedurende deze periode wordt de onderneming in bijna alle gevallen begeleidt door een investeringsbank. Deze verhandeling gaat dieper in op de keuze van deze investeringsbank: welke factoren beïnvloeden de onderneming om voor een bepaalde bank te kiezen?

De informatie die hierrond bestaat in de literatuur is zeer versnipperd: vaak wordt slechts één factor besproken of bestaat er enkel onderzoek naar de invloed van een bepaalde factor op de keuze van de investeringsbank bij transacties die gelijkaardig zijn aan een beursintrodactie (bijvoorbeeld de uitgifte van obligaties of de overname van een andere onderneming). Dit maakt dat er nood is aan een overzichtswerk dat al deze informatie bundelt. Deze thesis poogt deze leemte op te vullen. De theorie wil echter al eens afwijken van de realiteit. Daarom worden de conclusies die uit de literatuur naar voren komen ook getoetst aan werkelijkheid op basis van informatie rond Belgische IPO's tussen 1996 en 2000.

De combinatie van theorie en praktijk laten ons dan uiteindelijk toe een overzicht te maken van de factoren die de keuze van de investeringsbank bij een beursintrodactie beïnvloeden. De conclusies van deze thesis zijn enerzijds interessant voor andere onderzoeken omtrent deze thematiek en anderzijds voor de investeringsbanken. Een overzicht van de factoren die de keuze beïnvloeden laat hen immers toe te kijken op basis waarvan ondernemingen voor hen kiezen. De link met de Belgische IPO markt geeft de banken een inzicht in wie hun klanten zijn en laat hen aldus toe hun marketingtechnieken beter op deze doelgroep af te stemmen. Wanneer blijkt dat er een marktsegment is dat nog niet aangesproken wordt of als het huidige cliënteel niet winstgevend genoeg blijkt kan de investeringsbank haar imago aanpassen door op de keuzefactoren van de ondernemingen in te spelen.

De opbouw van deze verhandeling is als volgt. Allereerst wordt een overzicht gegeven van de voor- en nadelen van een beursintrodactie. Een onderneming moet de kosten en

baten zorgvuldig tegenover elkaar afwegen. Pas wanneer de balans overslaat in het voordeel van de baten mag een onderneming haar beursplannen beginnen te concretiseren. Bij dit overzicht van de voor- en nadelen wordt ook gekeken naar de aanpassingen die een onderneming moet doorvoeren bij een beursintroductie. Kort gezegd komt het erop neer dat het bedrijf zijn manier van werken zal moeten professionaliseren en rapporteringssystemen moet opzetten.

In het tweede hoofdstuk wordt dieper ingegaan op het waarom van een samenwerking met een investeringsbank. Een onderneming zal namelijk niet zomaar beroep gaan doen op een dergelijke instelling, de kosten van een dergelijke samenwerking zijn immers niet te verwaarlozen. Eenmaal het belang van deze partner duidelijk is zal de bijdrage van de bank bij de verschillende stappen voor en na de beursgang toegelicht worden.

Hoofdstuk drie handelt vervolgens over het de hoofdvraag in deze thesis: welke factoren beïnvloeden de keuze van de investeringsbank? Hierbij wordt een overzicht gegeven van het onderzoek dat hierrond in het verleden werd gedaan. Deze literatuurstudie laat dan toe de belangrijkste factoren te identificeren.

De resultaten van de literatuurstudie vormen de basis voor de empirische analyse in het vierde en laatste hoofdstuk. Voor elke factor zal allereerst een geschikte proxy gezocht worden. Hierbij wordt gesteund op de bevindingen van vroegere analyses. Dan worden een aantal doelvariabelen bepaald. Deze zullen zo gekozen zijn dat ze toelaten conclusies te trekken over de invloed van de verschillende factoren op de soort investeringsbank waarvoor de onderneming zal kiezen. Afsluitend aan dit laatste hoofdstuk wordt één van de stellingen van Ritter en Chen (2000) getoetst voor op de Belgische IPO markt. Eveneens zal aan de hand van het model van Garfinkel (1993) ingegaan worden op de factoren die de onderwaardering in België beïnvloeden.

Hoofdstuk 1 : De Beursintroductie

Een beursintroductie is een van de mijlpalen in de levensloop van een onderneming. Het is een teken dat de onderneming iets bereikt heeft en goede verwachtingen heeft naar de toekomst toe. Bij de beslissing om tot een Initial Public Offering (IPO) over te gaan mag de onderneming niet over één nacht ijs gaan: een zorgvuldige studie, waarbij nagegaan wordt of de onderneming er klaar voor is en waarbij de voor- en nadelen van een dergelijke beursgang tegenover elkaar afgewogen worden, zal steeds uitgevoerd moeten worden. Daarnaast zal het bedrijf zich ook de vraag moeten stellen of een IPO wel het juiste antwoord is om te voldoen aan de behoeften van de onderneming; er zijn namelijk ook andere manieren om bijkomende middelen te verzamelen.

Dit hoofdstuk zal handelen over de voorbereidingsfase en de voor- en nadelen van een IPO (aangezien deze thesis uitgaat van een beslissing tot IPO zal een algemeen overzicht gegeven worden, voor een meer diepgaande studie verwijs ik graag naar de bibliografielijst).

1.1 Is de onderneming klaar voor een beursintroductie?

Een IPO brengt een aantal noodzakelijke aanpassingen met zich mee. Zo zal het bedrijf haar bestuur in vergaande mate moeten professionaliseren, een rapportingsstelsel opzetten en eventueel de statuten aanpassen. Ook moet het management zich bewust worden van de gevolgen (vooral dan de negatieve) die een beursgang met zich meebrengt.

1.1.1 Professionalisering en uitbouw van het bestuur

Wil de onderneming haar aandeel een stabiele plaats laten veroveren in de portefeuilles van de beleggers dan zal ze hun vertrouwen moeten winnen door hen te verzekeren dat ten allen tijde bestuurd zal worden met hun belangen in het achterhoofd. Dit kan men

realiseren door het opbouwen van een stevige bestuursstructuur waarbij objectief en transparant gehandeld wordt (De Cuyper, 2000).

Om hierrond een duidelijk signaal uit te zenden kan de onderneming haar bestuur uitbouwen. Dit zal men niet enkel en alleen doen om een signaal te geven: een beursnotering doet de verantwoordelijkheden van de Raad van Bestuur toenemen en zal hen verplichten het management nauwkeuriger op te volgen. Het aantrekken van nieuwe onafhankelijke leden kan dus noodzakelijk zijn.

Daarnaast moet de onderneming een goed gestructureerd en overzichtelijk organigram opstellen om fouten in het doorgeven van informatie binnen de organisatie te voorkomen. Dit laatste kan namelijk leiden tot afwezigheid van consensus in de strategische besluitvorming (Suyskens, 1989).

1.1.2 Uitbouw van het management

Een IPO heeft belangrijke gevolgen voor het management. Het zal zich immers met een heel aantal extra taken moeten bezighouden en haar beslissingen nog meer moeten afwegen. Het management zal hier dus op voorbereid moeten zijn en indien nodig zijn rangen uitbreiden (Suyskens, 1989). Zo zal men zeker de nadruk moeten leggen op een goede vertegenwoordiging van de financiële functie. De jaarrekeningen moeten immers een correct beeld geven van de werkelijke situatie waarin het bedrijf zich bevindt. Op deze manier tracht men te zorgen dat de markt het nodige vertrouwen heeft in het management.

1.1.3 Voldoen aan de informatieverplichtingen

Een beursgenoteerde onderneming moet aan een aantal verplichtingen op het vlak van informatieverstrekking voldoen. In het algemeen kan men stellen dat men op de Belgische beurs om de zes maanden bepaalde gegevens moet vrijgeven (Vanthienen en Van Hulle, 1998). Men zal dus moeten beschikken over de nodige systemen om aan deze verplichtingen te voldoen.

Verder zal men als publiek genoteerde onderneming regelmatig signalen moeten uitzenden naar de markt (zoals bijvoorbeeld de ontwikkeling van een nieuw product, uitzonderlijke groeicijfers, ...) om zo de koers van het aandeel te ondersteunen. Het uitbouwen van goede relaties met de media, en dan vooral met de financiële pers, zijn dus een must. Een vlotte communicatie met de pers en de markt zal een van de factoren zijn waar men mee rekening zal moeten houden.

1.1.4 Aanpassen van de statuten

Bij een beursgang moet de vennootschap wellicht haar statuten aanpassen; deze moeten namelijk vermelden dat de onderneming beroep doet op het openbaar spaarwezen. Daarnaast zal, indien het bedrijf naar de beurs gaat met het oog op het ophalen van verse middelen, een wijziging aangebracht moeten worden aan de hoeveelheid eigen middelen. Verder kan een aandelensplit overwogen worden indien de aandelen een te hoge waarde hebben, om zo de kleine belegger niet af te schrikken. Dit zal eveneens opgenomen moeten worden in de statuten.

1.1.5 Andere voorbereidingen

Natuurlijk is ook de keuze van de tussenpersoon zeer belangrijk. De beslissing om al dan niet met een investeringsbank samen te werken en de keuze van de investeringsbank zijn, zoals later in deze verhandeling zal blijken, geen onbelangrijke factoren bij een Initial Public Offering.

1.2 De voor- en nadelen van een beursintroduktie

Voor de eigenlijke voorbereidingsfase zal de onderneming met beursplannen een diepgaande studie moeten maken naar de voor- en nadelen van een IPO. Men zal moeten nagaan of de voordelen opwegen tegen de nadelen. De voordelen zijn namelijk meestal goed gekend en men heeft al eens de neiging om te vergeten dat er ook een keerzijde aan de medaille is.

1.2.1 Voordelen van IPO's

De voordelen van een IPO bestaan uit de mogelijkheid verse middelen aan te trekken, diversificatie van het vermogensrisico van de aandeelhouders, extra publiciteit, oplossen van opvolgingsproblemen en het motiveren van de werknemers. Daarnaast is er het algemene voordeel dat een IPO een verdere professionalisering van het bedrijf met zich zal meebrengen. Meer nog dan voorheen zal het management zich moeten bewijzen, haar beslissingen worden namelijk op de voet gevolgd en fouten worden onmiddellijk afgestraft door de markt die zal reageren met een daling van de aandelenkoers.

1.2.1.1 Financieringsbron

De uitgifte van publieke aandelen is een relatief makkelijke manier om vers geld op te halen waarmee de onderneming dan de groei van de bestaande activiteiten kan financieren of zijn activiteiten kan diversifiëren (al dan niet door het doorvoeren van financiële acquisities). Een dergelijke IPO gaat gepaard met een kapitaalsverhoging en noemt men ook wel een “primary offering”. Natuurlijk kan een bedrijf ook naar de beurs gaan met enkel bestaande aandelen, een zogenaamde “secondary offering” (Brealey en Myers, 1996).

Een kapitaalsverhoging heeft het belangrijk voordeel dat de verhouding van het vreemd vermogen ten opzichte van het totaal vermogen van de onderneming verkleint en dus de kost van toekomstig vreemd vermogen doet dalen. Banken zullen immers meer zekerheid hebben dat de onderneming de lening kan aflossen (het schild van het eigen vermogen is groter). De onderneming zal in de toekomst ook makkelijker nieuwe leningen kunnen aangaan.

De kost van dit toekomstig VV zal nog verder dalen door de concurrentie die speelt tussen de banken (Pagano, Panetta en Zingales, 1998). Bij een beursnotering wordt veel meer informatie publiek verspreid waardoor banken lagere informatiekosten hebben. Daarbij komt dan nog dat alle banken over deze informatie beschikken waardoor de concurrentie tussen de banken ten volle kan spelen. Bijkomend feit is dat een publieke notering ervoor zorgt dat de bedrijven in de toekomst niet meer alleen afhankelijk zijn van banken om bijkomende middelen te verzamelen, ze kunnen ook naar hun

aandeelhouders gaan. Dit zal opnieuw de kost van vreemd vermogen bij banken doen dalen.

Een beursgang zal daarnaast ook de liquiditeit van het aandeel verhogen. Doordat vraag en aanbod nu de prijs bepalen zal de onderneming makkelijker zijn aandelen kunnen verhandelen (bij een niet genoteerde onderneming hebben de aandeelhouders mogelijk aanzienlijke zoek- en transactiekosten). De verbeterde verhandelbaarheid zal dan op zijn beurt de waarde van de aandelen verhogen door het verdwijnen of verminderen van de premie voor de illiquiditeit (zie 3.3).

De liquiditeit zal verder nog verbeteren door de toegenomen naambekendheid van de onderneming. Dit zal namelijk een positieve effect hebben op de aandelenprijs. Het bedrijf zal immers gemakkelijker investeerders kunnen aantrekken. Hoe meer investeerders op de hoogte zijn van het bestaan van het aandeel, hoe hoger de prijs zal zijn (Merton, 1987).

1.2.1.2 Toename van de expansiemogelijkheden

Een onderneming heeft bijna altijd als doel om te blijven groeien. Een dergelijke voortgezette expansie kan zij enerzijds realiseren door te blijven investeren in de eigen activiteiten en anderzijds door overnames en fusies. Indien het bedrijf voor deze tweede piste kiest, kan een publieke notering zeer waardevol blijken (De Cuyper, 2000). Bij fusies worden de aandelen van de oorspronkelijke vennootschappen omgeuild tegen aandelen van de nieuwe vennootschap. In het geval van een overname kiezen de aandeelhouders van de overgenomen vennootschap er vaak voor om niet te worden vergoed in geld. Liever ontvangen ze aandelen van de overnemende vennootschap.

Dergelijke transacties zijn voor een beursgenoteerde onderneming makkelijker dan voor een niet-publieke vennootschap aangezien bij de eerste categorie de prijs van het aandeel objectief op de beurs bepaald wordt. Bijkomend voordeel is dat de aandelen van publieke ondernemingen vrij overdraagbaar zijn (terwijl dat bij gesloten ondernemingen niet altijd het geval is).

1.2.1.3 Diversificatie van het vermogensrisico van de aandeelhouders

Veel Belgische IPO's gebeuren door bedrijven die ontstaan zijn als familiale KMO's. Gevolg hiervan is dat het kapitaal in veel gevallen in handen is van een beperkte groep bij wie het persoonlijk risico bijna volledig samenvalt met het ondernemingsrisico. Een beursgang zal dan diversificatie toelaten daar de mobiliteit van het kapitaal toeneemt. De aandeelhouder kan dan aandelen verkopen en met de opbrengst hiervan beleggingen doen die zijn beleggingsportefeuille meer diversifiëren (Neubauer en Lank, 1998).

Ook voor de onderneming houdt dit voordelen in: als ze eigenaars heeft die hun hele vermogen in het bedrijf hebben, dan zullen deze verkiezen niet te investeren in riskante projecten, ze hebben immers meer te verliezen als het fout loopt. Deze risicoschuwheid vormt een concurrentienadeel in vergelijking met ondernemingen met een minder geconcentreerde eigenaarsstructuur.

De diversificatie kan ook gerealiseerd worden door de onderneming zelf. Deze kan namelijk de nieuwe middelen die ze ophaalt door middel van een IPO investeren in andere dan de huidige activiteiten. Deze manier van werken is echter veel omslachtiger, de diversificatie van het vermogensrisico van de aandeelhouders kan immers gemakkelijker en goedkoper door de aandeelhouders zelf gerealiseerd worden (Dejonckheere, 2000).

Indien men als aandeelhouder geen interesse heeft in een dergelijke diversificatie kan men toch van de IPO gebruik maken indien men zijn investeringen wil verzilveren. Risicokapitaalverschaffers stellen meestal middelen ter beschikking met de verwachting dat de onderneming op termijn publiek zal gaan, waarna ze zich kunnen terugtrekken om de geïnvesteerde middelen in andere projecten te stoppen (BBL Ondernemer, 3/1999).

1.2.1.4 Publiciteit

Een IPO zorgt ervoor dat de pers aandacht voor de onderneming sterk zal toenemen. Op die manier zal de naambekendheid toenemen en het imago en het prestige van het bedrijf verbeteren. Het belang van deze naambekendheid is niet te onderschatten.

Zo zal het bedrijf haar positie in de markt kunnen versterken daar het, door de naambekendheid en de beursnotering, voor de stakeholders mogelijk is om zich een goed beeld te vormen omtrent de toestand waarin het bedrijf zich bevindt. De stakeholders dienen zelf niet meer op zoek te gaan naar gegevens omtrent de kredietwaardigheid van de onderneming (aangezien deze informatie publiek beschikbaar is). Op deze manier weten klanten perfect of de onderneming gezond is en of ze dus zullen kunnen genieten van een dienst na verkoop, leveranciers weten of ze veilig kredieten kunnen geven en het personeel kan zich een goed beeld vormen omtrent de mate van werkzekerheid naar de toekomst toe.

Daarnaast kan de naambekendheid die een IPO biedt passen in de marketingstrategie van het bedrijf. Een studie in de Financieel Economische Tijd toonde aan dat de aandacht voor een bedrijf enorm toeneemt als ze beursgenoteerd zijn (KBC Bank & Verzekering, 14 januari 2000). Dit kan men zien als een gratis reclamecampagne. Ook het continu reclame-effect door de dagelijkse opname van het bedrijf in de officiële koerslijsten van de kranten valt hieronder.

1.2.1.5 Oplossing voor opvolgingsprobleem bij familiebedrijven

Zoals reeds eerder gezegd zijn de meeste Belgische IPO's – vooral dan gedurende de tweede helft van de jaren '90 - van oorsprong kleine familiebedrijven. Eenmaal de stichter(s) zich terugtrekken kan er zich een opvolgingsprobleem voordoen: ofwel wil niemand van de volgende generaties de taak verderzetten, ofwel zijn er bepaalde familieleden die liever uit de onderneming zouden willen stappen.

Een beursgang zal deze problemen oplossen. De niet-actieve opvolgers kunnen hun aandelen immers aan een objectief gewaardeerde prijs en tegen geringere transactiekosten verkopen op de beurs (Ooghe en Vanovenberghe, 1989). Zij worden dus niet financieel achtergesteld ten opzichte van de actieve opvolgers. Indien geen van de kinderen de leiding wenst over te nemen kan men externe managers gaan aantrekken door beloning in aandelen waardoor de continuïteit van de onderneming gewaarborgd blijft.

1.2.1.6 Motiveren van werknemers

Opties zijn sinds een aantal decennia het toverwoord binnen de bedrijfswereld. Heel wat grote bedrijven koppelen de mogelijkheid van opties aan het jobaanbod om op die manier kwaliteitsvolle kaderleden en hooggeschoold personeel aan te trekken.

De hoofdredenen voor het uitgeven van opties zijn het versterken van de motivatie en verder het financieel binden van de werknemers aan de onderneming. Het motivationele aspect bestaat erin dat men de werknemer meer betrokken wil laten voelen bij het bedrijf. Immers, als het slecht gaat met de onderneming is dat ook slecht voor de werknemer: de beurskoers daalt en zijn opties worden minder waard of misschien zelfs helemaal waardeloos. Het tweede belangrijk voordeel is de binding van de werknemer aan het bedrijf. In vele gevallen verliest deze immers zijn opties als hij het bedrijf verlaat (Geeraert, Haerens en Stremersch, 2000).

1.2.2 Nadelen van IPO's

De nadelen situeren zich op het vlak van de informatieverplichtingen, vijandelijke overnames, agencykosten en het toegenomen belang van de prestaties op korte termijn. Bij een grondig voorbereide IPO zullen de voordelen zeker de bovenhand halen op de nadelen. Voor bepaalde kleinere ondernemingen kunnen de kosten die een notering met zich meebrengt echter te zwaar doorwegen.

1.2.2.1 Informatieverplichtingen

Een IPO brengt bepaalde verplichtingen op het vlak van het verstrekken van informatie met zich mee (Vanthienen en Van Hulle, 1998). Zo bijvoorbeeld eist de Brusselse beurs een halfjaarlijkse rapportering en Nasdaq Europe een trimestriële. De voornaamste reden voor deze regelmatige informatieverstrekking is om beleggers toe te laten zich een juist beeld te vormen van het bedrijf in kwestie.

Verder moet de onderneming haar boekhouding laten certificeren door een extern persoon waardoor een dubbele boekhouding gevoerd moet worden (en de kosten dus

toenemen). De verspreiding van de boekhoudkundige en andere informatie is natuurlijk niet kosteloos waardoor bepaalde ondernemingen (bijvoorbeeld kleinere bedrijven) ervoor kiezen niet publiek te gaan.

Niet alleen beleggers zullen de vrijgegeven informatie raadplegen, ook de concurrenten van de onderneming zullen deze gegevens opvolgen om te weten welke richting het bedrijf in kwestie zal gaan in de toekomst. Op basis hiervan kunnen de concurrenten hun strategie gaan aanpassen, wat meestal zal uitmonden in een toename van de competitie.

Pagano, Panetta en Zingales (1998) merken op dat er verder nog een belangrijke impliciete informatiekost is: beursgenoteerde bedrijven betalen meer belastingen dan niet-publieke ondernemingen. Niet-genoteerde bedrijven zullen namelijk trachten hun boekhoudkundige winst zoveel mogelijk te minimaliseren om zo minder belastingen te betalen. Een publieke onderneming moet echter zorgen dat het winstcijfer voortdurend toeneemt omdat een daling een nefast effect heeft op de prijs van het aandeel.

1.2.2.2 Vijandelijk overnamegevaar

Een publieke notering kan tot gevolg hebben dat de meerderheid van de aandelen in de handen komen van partijen die niet gewenst zijn door de huidige aandeelhouders of door het management. Om dit te voorkomen kan de onderneming verscheidene beschermingsconstructies opzetten zoals onder andere de beperking van de overdraagbaarheid van de aandelen aan derden en het plaatsen van een deel van het kapitaal bij een slapende partner.

Zolang echter de meerderheid van de aandelen in handen blijft van de oude eigenaars of de onderneming beslist slechts een beperkt deel van het kapitaal publiek te laten verhandelen is dit probleem niet relevant. Bovendien kent de Belgische wetgeving een speciale antiraiders regeling die stelt dat iedereen die meer dan 5% van het totale aandelenpakket in handen heeft, dit volgens de wet van 28 juni 1988 moet melden aan de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).

1.2.2.3 Agencykosten

Een belangrijk gevolg van een beursgang is dat de eigenaarsstructuur een belangrijke wijziging ondergaat. Had men voorheen een beperkt aantal aandeelhouders, dan wordt het management nu geconfronteerd met een situatie waarbij er een aantal grote en een heel aantal kleinere aandeelhouders zijn. Hierdoor kan een belangenconflict ontstaan/toenemen tussen de leiding en de aandeelhouders: de laatste groep is immers meer anoniem en het management zal dus meer de neiging hebben om hun eigen belangen te laten primeren boven die van de aandeelhouders (Ooghe en Vanovenberghe, 1989). Langs de ene kant wordt het agencyprobleem dus versterkt door een IPO.

Langs de andere kant kan men echter stellen dat, doordat heel wat informatie publiek bekend gemaakt wordt, de monitoringkosten voor de aandeelhouders zullen afnemen (ze kunnen dus makkelijker het management controleren). Ook kan het Bestuur de vergoeding voor de leiding laten afhangen van de aandelenkoers. Deze weerspiegelt immers de verwachtingen van de markt naar de toekomst toe. Slechte beslissingen zullen dus een negatief effect hebben op de koers, waardoor de salarissen van het management in dezelfde richting zullen evolueren.

1.2.2.4 Toename belang presteren op korte termijn

In een gesloten onderneming zullen de eigenaars vooral interesse hebben in de prestaties van het bedrijf op lange termijn. Bepaalde mindere periodes op korte termijn worden dan eerder door de vingers gezien. Een publieke onderneming echter zal door haar regelmatige informatieverplichtingen veel meer aandacht gaan schenken aan de korte termijn prestaties. Immers, opeenvolgende periodes van te lage rendementen op korte termijn zal investeerders doen besluiten om hun investeringsportefeuille te herzien. De prestaties op korte termijn nemen daardoor sterk in belang toe waardoor de lange termijn soms uit het oog verloren wordt.¹ Ook wanneer deze lange termijn niet uit het

¹ *“The spectacle of modern investment markets has sometimes moved me towards the conclusion that to make the purchase of an investment permanent and indissoluble, like a marriage, except for reason of death or other grave cause, might be a useful remedy for our contemporary evils. For this would force the*

oog verlogen wordt zal de druk op de korte termijn prestaties tot gevolg kunnen hebben dat de lange termijn plannen moeilijker realiseerbaar worden. Om deze doelstellingen op lange termijn te kunnen realiseren, moet de onderneming immers gebruik maken van opeenvolgende succesvolle korte termijn strategieën (Jones, Cohen en Coppola, 1988). Bepaalde doelstellingen op lange termijn vragen echter bepaalde inspanningen op korte termijn onder de vorm van hoge investeringen of een tijdelijke terugval van de resultaten omwille van langere ontwikkelingsperiodes van een nieuwe technologie.

1.2.2.5 Andere nadelen

Aan een Initial Public Offering zijn heel wat kosten verbonden zoals vergoedingen voor de CBFA, publiciteitskosten, introductiekosten, de jaarlijks weerkerende kosten voor de markt waarop men noteert, de kosten ter vergoeding van financiële tussenpersonen,... De meeste van deze kosten zijn vast en dus onafhankelijk van de grootte van de introductie, zodat ze moeilijker te dragen zijn voor kleinere bedrijven die een IPO willen realiseren (Ritter, 1987). Daarnaast mag de onderneming het feit dat de werknemers, die verantwoordelijk zijn voor de IPO, nu minder tijd zullen hebben voor hun andere taken die toegevoegde waarde leveren, niet over het hoofd zien.

Een ander nadeel is dat het bedrijf onderhevig wordt aan de wetten aangaande insider trading. Hierdoor zal het management moeten opletten dat de winsten die ze realiseren door het verhandelen van aandelen gedurende een periode van zes maanden niet worden aanzien als winsten ten gevolge van insider trading (Jones, Cohen en Coppola, 1988).

1.3 Conclusie

In dit hoofdstuk is gebleken dat een beursintroductie voor een bedrijf een belangrijke stap is. Wil een onderneming deze stap zetten dan wordt van haar een niet te onderschatten mate van professionalisering vereist. Dit houdt in dat zowel het management als de Raad van Bestuur onder de loep genomen moeten worden: zullen de

investor to direct his mind to the long-term prospects and to those only” (J.M.Keynes, The general theory of employment, interest and money”, 1936).

beleggers voldoende vertrouwen hebben in de huidige samenstelling of is er nood aan uitbreiding? Ook het organigram zal bestudeerd worden om een vlotte werking van de onderneming nu en in de toekomst te garanderen.

De beslissing om naar de beurs te gaan wordt, zoals vele beslissingen binnen een onderneming, genomen na een afweging van de voor- en nadelen. Vooral de nadelen moeten bekeken worden, de onderneming zal immers geconfronteerd worden met nieuwe soorten van controle en gevaar. De bijkomende controle wordt gedaan door de beleggers: op regelmatige tijdstippen zal bepaalde informatie aangaande de resultaten en de toestand van de onderneming bekend gemaakt moeten worden. Hierdoor kunnen de beleggers en investeerders de onderneming beter volgen en zullen slechtere resultaten en fouten onmiddellijk afgestraft worden. Het management zal dus voorzichtiger moeten zijn en meer rekening houden met de korte termijn prestaties. Naast de nieuwe soorten van controle, brengt een notering op een beurs ook een nieuw gevaar met zich mee: potentiële vijandelijke overnames. Hiertegen zal het bedrijf zich met een aantal constructies moeten indekken.

Een onderneming mag zich natuurlijk niet blind staren op deze nadelen, aan een IPO zijn immers een aantal belangrijke voordelen verbonden. De beslissing om publiek te gaan zal enkel genomen worden wanneer de baten van de voordelen de kosten van de nadelen overtreffen. Zo is de beurs een belangrijke financieringsbron en laat ze toe een voorgezette expansie van de onderneming te realiseren. Ook brengt een IPO heel wat pers aandacht met zich mee, wat de naambekendheid en het imago van het bedrijf ten goede komt. Verder laat een publieke notering toe het management en de werknemers gedeeltelijk te belonen met optiepakketten.

Wanneer de onderneming na een uitvoerige studie uiteindelijk de beslissing neemt om naar de beurs te gaan en zich bereid verklaart haar manier van werken te professionaliseren en rekening te houden met de nadelen van een IPO, is reeds een belangrijke stap gezet. Het IPO proces op zichzelf is echter ingewikkeld en vereist een zekere kennis van zaken. Daarom zullen de meeste ondernemingen beroep doen op de diensten van een investeringsbank. Het waarom van dit samenwerken en de factoren waarop men zijn keuze moet baseren zullen aan bod komen in de volgende hoofdstukken.

Hoofdstuk 2 : De rol van de investeringsbank bij een beursintrodactie

In het vorig hoofdstuk werd reeds het belang van de keuze van de investeringsbank aangestipt. De beslissing om een bepaalde investeringsbank als “lead manager” aan te duiden zal het succes van de beursintrodactie voor een deel mee bepalen.

Dit hoofdstuk zal dieper ingaan op de taken van de investeringsbank bij een beursintrodactie. Welke toegevoegde waarde weet deze partij te realiseren voor een onderneming die naar de beurs wil gaan en is ze echt noodzakelijk om de beursgang succesvol te maken? De kosten verbonden aan het samenwerken met een investeringsbank zijn immers niet verwaarloosbaar. Zo betalen de meeste ondernemingen die bij een IPO beroep doen op een investeringsbank, die ook “underwriter” is (zie infra), een vergoeding van 7% op het totale opgehaalde kapitaal (iporesources.org).

Allereerst zal er ingegaan worden op het waarom van het werken met een investeringsbank. Daarna wordt een overzicht gegeven van de verschillende vormen van contracten die afgesloten kunnen worden. Vervolgens kijken we naar de diensten geleverd door de investeringsbank. Deze kunnen ingedeeld worden in twee domeinen: de taken van de investeringsbank voor en na de IPO.

2.1 Waarom samenwerken met een investeringsbank?

Het waarom van het samenwerken met een investeringsbank heeft hoofdzakelijk te maken met het winnen van het vertrouwen van de aandelenmarkt. Beleggers willen immers niet plots voor verrassingen komen te staan eenmaal ze ingetekend hebben op een IPO. Ondernemingen zullen dan ook hun uiterste best doen om alle wantrouwen bij de investeerders te doen verdwijnen. Naast het winnen van vertrouwen zijn er nog een aantal andere argumenten zoals kostenvoordelen en de graad van onderwaarding die de keuze om samen te werken met een investeringsbank ondersteunen.

2.1.1 Certification hypothesis

Een van de belangrijkste aspecten van een IPO is het waarderen van de onderneming en het vastleggen van de introductieprijs. Het probleem dat zich hierbij stelt is dat een bedrijf met beursplannen onmogelijk op een geloofwaardige basis zichzelf kan waarderen. De verleiding om bepaalde mindere onderdelen en aspecten van het bedrijf te verzwijgen of te verbloemen kan soms groot zijn. Investeerders zullen daarom op hun hoede zijn en een objectieve doorlichting eisen om te voorkomen dat er na de IPO lijken uit de kast vallen. Op deze manier zullen de beleggers het gevoel hebben over betrouwbare informatie te beschikken en verbetert de geloofwaardigheid en het vertrouwen van de markt in het publiek gaand bedrijf. Deze verklaring voor de rol van de investeringsbank wordt de “certification hypothesis” genoemd (Booth en Smith, 1986).

Hierbij komt dat een juiste waardering een niet te onderschatten taak is die heel wat moeilijkheden met zich meebrengt. Financiële managers zijn meestal niet vertrouwd met dit soort complexe financiële transacties. Servaes en Zenner (1996) onderzochten het verband tussen de complexiteit van de transactie en het al dan niet samen werken met een investeringsbank bij een overname. Zij komen tot de conclusie dat een dergelijk verband bestaat: ondernemingen zullen naarmate de transactie complexer wordt sneller beroep gaan doen op een investeringsbank. Ook wanneer de onderneming weinig ervaring heeft met overnames en fusies zal ze sneller gaan samenwerken met een bank. Deze onderzoeksresultaten kunnen op IPO-transacties toegepast worden: een meer complexe IPO zal een van de factoren zijn om de beslissing te nemen samen te werken met een investeringsbank.

2.1.2 Realiseren van kostenvoordelen

De investeringsbank zal dus instaan voor een objectieve grondige analyse en kan hierbij kostenvoordelen realiseren. Benston en Smith (1976) argumenteren dat financiële tussenpersonen comparatieve voordelen hebben in de productie van financiële diensten en goederen. Hiervoor halen zij drie redenen aan: schaalvoordelen op het vlak van de informatieverzameling, voordelen door specialisatie en lagere zoekkosten. Toegepast op

een beursintroductie zien we dat voor de waardering van een onderneming altijd rekening gehouden moet worden met de algemene economische situatie, sectorgegevens, het niveau van de intrestvoet nu en in de toekomst,... Kortom, informatie die gebruikt kan worden voor de analyse van meerdere bedrijven. De voordelen door specialisatie ontstaan door de reeds opgebouwde knowhow en ervaring van investeringsbanken in het waarderen van ondernemingen.

2.1.3 Lagere graad van onderwaardering

Een objectieve doorlichting van de onderneming door een derde partij heeft ook voordelen voor de onderneming zelf. Omwille van de grote onzekerheid die gepaard zou gaan met de IPO indien het bedrijf voor de eigen waardering instaat, zou men enkel investeerders kunnen aantrekken door een hoge liquiditeits- en risicopremie toe te passen. Dit betekent met andere woorden dat het bedrijf haar aandelen meer moet onderwaarderen dan wanneer er samengewerkt zou worden met een investeringsbank en dus minder middelen zou ophalen.

2.1.4 Liquiditeit van het aandeel

Wanneer een bedrijf naar de beurs gaat zal het trachten een voldoende liquide handel in haar aandeel tot stand te brengen. Dit streven naar liquiditeit is een van de redenen om samen te werken met een investeringsbank. Er zijn immers maar weinig bedrijven die erin slagen een voldoende grote actieve markt voor hun aandeel te ontwikkelen na de IPO zonder de hulp van een investeringsbank. De bank zorgt in de eerste weken na de IPO voor koersondersteuning en kan eventueel als marktmaker optreden (zie 2.4). Daarnaast kan de investeringsbank de onderneming in de toekomst blijven volgen om zo regelmatig de nodige informatie omtrent het bedrijf beschikbaar te stellen voor de markt. Dit alles zal de liquiditeit ten goede komen.

Waarom wil een bedrijf nu een liquide handel in haar aandeel? Een weinig liquide handel heeft tot gevolg dat beleggers geen tegenpartij vinden of tegen een "slechtere" prijs moeten handelen. Amihud en Mendelson (1986) tonen aan dat aandelen met een

groot verschil tussen de “bid” en “ask” prijs een groter rendement vereisen¹. De bid price (ask price) is de prijs waartegen een belegger het aandeel kan verkopen aan (kopen van) de marketmaker. Investeerders eisen dus een premie voor illiquiditeit. Dit is een slechte zaak voor het bedrijf omdat hierdoor de kost van het kapitaal omhoog gaat. Ook toekomstige kapitaalverhogingen kunnen hier onder lijden. Alles samengenomen verhogen maatregelen gericht op het meer liquide maken van het aandeel de waarde van de onderneming (Amihud en Mendelson, 1986).

2.1.5 Andere argumenten om samen te werken met een investeringsbank

Naast de certification hypothesis, de kostenvoordelen en de lagere onderwaardering zijn er natuurlijk nog andere argumenten om beroep te doen op de diensten van een investeringsbank (Beatty en Ritter, 1985). Beleggers moeten zelf minder moeite doen om informatie over het publiek gaande bedrijf te verzamelen aangezien ze gebruik kunnen maken van de analyses van de investeringsbank. Daarnaast kunnen investeringsbanken makkelijker de fysieke verspreiding en intekening organiseren door hun klantenbasis en kantorennetwerk (en dat van hun partners).

Of de investeringsbanken in de toekomst even noodzakelijk zullen blijven bij het begeleiden van IPO's zal nog moeten blijken. Meer en meer grote bedrijven bouwen immers zelf de nodige kennis op in de vorm van een in-house investeringsbank om zich zo voor hun financiering rechtstreeks tot de markt te richten, zonder daarbij met tussenpersonen te werken (Business Week, 1990). Ook gaan er vragen op over het voortbestaan van de distributiekkanalen die nu door investeringsbanken gebruikt worden. Het internet biedt immers heel wat potentieel om beleggers te laten intekenen op IPO's. Bedrijven als E*Trade trachten rechtstreeks via internet aandelen te plaatsen bij beleggers zonder hierbij beroep te doen op een kantorennetwerk. Deze technologie staat voorlopig nog in zijn kinderschoenen en vereist nog veel onderzoek en ontwikkeling alvorens ze een echte bedreiging kan vormen voor de traditionele investeringsbanken (Karlis, 2000).

¹ *Liquiditeit kan gemeten worden door te kijken naar het verschil tussen de bid en de ask price. Een groot verschil staat aldus gelijk met een slechtere liquiditeit van het aandeel (Aitken & Comerton-Forde, 2003).*

2.2 Vormen van contracten

Bij een IPO kan de onderneming verschillende vormen van overeenkomsten afsluiten met de investeringsbank. In de literatuur wordt dikwijls het onderscheid gemaakt tussen underwriting en niet-underwriting contracten. De meest voorkomende varianten worden hieronder besproken.

2.2.1 Underwriting

Bij een underwritingcontract verkoopt de onderneming voor een contractueel bepaalde prijs alle aandelen aan de investeringsbank, die deze dan zal trachten door te verkopen aan geïnteresseerde beleggers en investeerders. Een dergelijk firm commitment contract kan op twee manieren tot stand komen (Thygeson, 1993). Bij een “negotiated bid” komt het contract tot stand door onderhandelen. Een “competitive bid” daarentegen houdt in dat de onderneming een soort van aanbesteding doet en dan een keuze maakt uit de verschillende offertes van de banken.

Het voordeel voor de onderneming bij een firm commitment underwriting is dat ze zeker een bepaalde hoeveelheid middelen zal kunnen ophalen bij de IPO. Voor de investeringsbank houdt het echter een belangrijk risico in: ze riskeert immers met onverkochte aandelen te blijven zitten (Arkebauer, 1998). De prijs die de investeringsbank betaalt is lager dan de uiteindelijke uitgifteprijs. Deze lagere prijs vormt de vergoeding die de investeringsbank krijgt voor de het risico verbonden aan het onderschrijven van de IPO.

De uiteindelijke uitgifteprijs moet met de nodige zorg vastgelegd worden. Indien er een overschrijving is op de aandelen is het duidelijk dat de prijs te laag stond en er dus een hogere prijs gevraagd had kunnen worden. In zo'n geval zal de reputatie van de investeringsbank een deuk krijgen en is de kans groot dat de onderneming in de toekomst geen beroep meer zal doen op de bank. Het andere uiterste, een te hoge uitgifteprijs, is ook niet goed: de investeringsbank zal niet alle aandelen kwijt geraken en loopt het risico veel geld te verliezen. De uitgifteprijs zal dus tussen deze twee uitersten moeten liggen. De investeringsbank maakt dus een afweging tussen langs de

ene kant een lage prijs zetten zodat op alle aandelen ingetekend wordt en langs de andere kant een hoge prijs zetten die tot gevolg kan hebben dat de investeringsbank met aandelen blijft zitten.

Een investeringsbank kan het risico dat gepaard gaat met firm commitment underwriting beperken door een syndicaat of consortium te vormen (Thygeson, 1993). Een consortium is een groep van banken die samen instaan voor de verspreiding van de aandelen. Door met verschillende andere banken samen te werken vermindert en verspreidt de investeringsbank het risico (zie infra).

2.2.2 Alternatieven voor onderwriting

Er bestaan een aantal alternatieven voor het meestal dure underwriting contract. Zo kan de onderneming een “best-effort agreement” afsluiten met de investeringsbank (Brealey & Myers, 1986). Hierbij verbindt deze laatste zich ertoe zoveel mogelijk aandelen te verkopen. Op deze verbintenis staat echter geen concreet getal: er wordt enkel beloofd door de bank dat ze haar best zal doen. De vergoeding voor deze door de investeringsbank geleverde dienst bestaat uit een commissie die berekend wordt op basis van het opgehaalde bedrag. Gereputeerde banken bieden dit soort contract echter niet aan (Arkebauer, 1998). De verklaring hiervoor is dat dit soort contract veel duidelijker laat zien wanneer een IPO mislukt en dus een potentieel groter gevaar inhoudt voor de reputatie van de onderneming en de kans op toekomstige transacties met dezelfde onderneming. Naast het feit dat niet alle banken dit contract aanbieden is er het belangrijk nadeel ten opzichte van een underwriting contract dat de onderneming het risico dat alle aandelen misschien niet geplaatst raken zelf moet dragen. Omwille van deze redenen zullen de meeste bedrijven een dergelijk contract nooit afsluiten (enkel bij kleine bedrijven of risicovolle IPO's zal men deze vorm aantreffen).

Een laatste vorm van contract die de onderneming met een investeringsbank kan afsluiten bij een IPO is het “branch service” contract (Vanthienen en Van Hulle, 1998). De bank geeft enkel praktische hulp en advies. De plaatsing moet in dit geval volledig door de onderneming zelf gedaan worden. Het spreekt voor zich dat een dergelijk contract grote risico's inhoudt voor de onderneming. Dikwijls is het management

immers niet vertrouwd met dit soort financiële transacties. De kosten verbonden aan het zelf plaatsen kunnen daardoor zeer hoog oplopen. Ondernemingen die de nodige knowhow en ervaring op dit vlak in huis hebben kunnen met een branch service contract hun eigen mensen gebruiken en zo kosten besparen.

2.3 Diensten geleverd door de investeringsbank voor de IPO

Na de beslissing om naar de beurs te gaan, gaat de onderneming in kwestie een investeringsbank als “lead manager” aantrekken (Jenkinson en Ljungqvist, 2001). De eerste taak van deze lead manager bestaat erin om in nauwe samenwerking met de opdrachtgever een grondige doorlichting te maken van het bedrijf. Zo wordt de nodige informatie verzameld om de waarde van de onderneming te bepalen (als basis voor het vastleggen van de uitgifteprijs) en aan de informatieverplichtingen van de beurs te voldoen (ook wel "due-diligence" genoemd). In vele gevallen zal de lead manager hierna een onderzoeksrapport opstellen dat als “pre-marketing campagne” kan doorgegeven worden aan potentiële investeerders nog voor de voorafgaande prospectus is opgesteld. De investeringsbank kan in deze fase ook advies geven omtrent maatregelen voor een goede transparante structuur van het bedrijf (zie 1.1).

Het einddoel van de informatieverzameling is de officiële prospectus. Deze kan pas opgesteld worden wanneer de uitgifteprijs vastligt. Daar investeerders de nodige informatie eisen alvorens zich te binden tot het investeren in het bedrijf zal na de voorafgaande prospectus een inleidende prospectus gepubliceerd worden. Deze tracht een eerste idee te geven van de waarde van het bedrijf in de vorm van een prijsinterval voor de uitgifteprijs (gebaseerd op analyses van de investeringsbank en informatie verzameld in de pre-marketing campagne) en vormt dus als het ware de brug tussen de voorafgaande en de officiële prospectus.

De investeerders worden in deze pre-marketing campagne aangemoedigd alle vragen en opmerkingen mede te delen aangezien dit interessante informatie kan opleveren voor het latere prijszettingsproces. In deze periode kan de investeringsbank ook een consortium van andere banken bij elkaar brengen (Jenkinson en Ljungqvist, 2001). Deze zullen zich er dan toe verbinden het aandeel mee te onderschrijven en/of het te

verkopen aan investeerders. De samenstelling van het consortium wordt bepaald door de specifieke kenmerken van de IPO. Bij een klein bedrijf of een onderneming die zich vooral richt op de Belgische markt zal het consortium voornamelijk uit Belgische banken bestaan. Gaat het echter om een grote internationale speler dan zal de lead manager ook buitenlandse partners trachten aan te trekken (Houben, 2000).

Nadat de voorafgaande prospectus is samengesteld zal het aandeel aangeprezen worden bij de beleggers en investeerders. Vele investeringsbanken raden dikwijls aan “road shows” te organiseren waarbij de leiding van de onderneming het bedrijf gaat voorstellen in verschillende grote steden gekenmerkt door een hoge concentratie van institutionele beleggers (Jenkinson en Ljungqvist, 2001). Dergelijke road shows kunnen heel wat nuttige informatie opleveren daar ze toelaten de visie van de investeerders op het bedrijf in te schatten, wat zeker belangrijk is naar de waardering toe. Tegelijkertijd zullen de investeringsbank en alle andere leden uit het consortium de beursintroductie onder de aandacht van hun cliënten trachten te brengen. Daarnaast kan men nog een hele waaier van marketingvormen aanspreken om de IPO bekend te maken bij potentiële beleggers.

Vervolgens moet dan de methode gekozen worden die zal gebruikt worden om het aandeel te plaatsen bij de beleggers. In België zijn vier introductiemethoden te onderscheiden (Vanthienen en Van Hulle, 1998). Ten eerste is er de introductie tegen een vaste prijs: de belegger geeft in dit geval op hoeveel aandelen hij tegen deze prijs wil kopen. Daarnaast kan gewerkt worden met het tendersysteem. Deze methode respecteert de wet van vraag en aanbod ten volle. Beleggers dienen dan een combinatie van gevraagde hoeveelheid en prijs (die ze bereid zijn te betalen voor deze hoeveelheid) op te geven. De uitgifteprijs is dan de prijs die vraag en aanbod gelijk stelt. Een variant op het tendersysteem is het prijsvorkstelsel: er wordt een minimum- en een maximumprijs vastgesteld, de belegger moet bij het geven van zijn order aangeven tegen welk bedrag -binnen de prijsvork- hij bereid is het aantal aandelen te verwerven dat hij opgeeft. Het prijsvorkstelsel is met andere woorden een tendersysteem met vaste prijsmarge.

Deze eerste drie methodes vragen buiten het koppelen van vraag aan aanbod en het opstellen van een prijsinterval of specifieke prijs geen actieve bijdrage van de lead

manager. Anders is het bij de vierde methode, de zogenaamde “book-building” methode, waar het hele prijszettings- en toewijzingsproces volledig gestuurd wordt door de investeringsbank (Jenkinson en Ljungqvist, 2001). Book-building bestaat uit drie stappen. De eerste bestaat erin dat de bank gaat beslissen welke investeerders uitgenodigd worden om deel te nemen aan de IPO. In de meeste gevallen werkt men hier zonder kleine investeerders en bestaat een van de belangrijkste bijdragen van het consortium van banken erin toegang te verschaffen tot investeerders die ervaring hebben in het beleggen en waarderen van gelijkaardige bedrijven.

Eenmaal de investeerders gekozen zal hen gevraagd worden een bod uit te brengen. Een “strike bid” wil zeggen dat de bieder op een bepaald aantal aandelen wil intekenen tegen elke prijs binnen het vooropgezette prijsinterval. Een dergelijk bod levert de investeringsbank maar weinig informatie op daar het geen indicatie geeft over de evenwichtsprijs. Interessanter zijn dan de “limit bids” waarbij een of meerdere combinaties van een aantal gevraagde aandelen tegen een welbepaalde prijs door de investeerder opgegeven worden. Gedurende de hele book-building periode kunnen beleggers biedingen blijven doen en/of voorgaande biedingen aanpassen of terugtrekken. De investeringsbank zal al deze orders verzamelen en eventueel ingrijpen moest blijken dat door een hoge of lage vraag de prijsvork aangepast moet worden. Deze tweede fase van de book-building procedure levert uiteindelijk een vraagcurve naar het aandeel van de publiek gaande onderneming op.

Gebruik makend van de informatie uit de voorgaande fase zal dan in de derde stap overgegaan worden tot het vastleggen van de definitieve uitoefenprijs en toewijzing van de aandelen. Hoewel de investeringsbank een goed idee heeft van de vraagcurve wordt de uitoefenprijs bij book-building niet bepaald door het evenwicht van vraag en aanbod. Over hoe dat dan wel gebeurt is relatief weinig bekend aangezien het “boek” met alle gegevens over de biedingen gesloten blijft voor de buitenwereld. Ook over de uiteindelijke toewijzing van de aandelen over de verschillende investeerders wordt de nodige discretie in acht genomen door zowel de investeringsbank als de publiek gaande onderneming.

Het weinige onderzoek dat er rond de toewijzing van aandelen bestaat (Cornelly en Goldreich, 2000) stelt dat investeringsbanken de verdeling onder meer kunnen

aangrijpen om die investeerders die waardevolle informatie verstrekt hebben te belonen. Een “limit bid” dat een goed beeld gaf van hoe de investeerder de waarde van het aandeel inschat is bijvoorbeeld veel interessanter voor de investeringsbank dan een late “strike bid”. Een willekeurige verdeling zal mede dankzij het geheimhouden van de uiteindelijke verdeling een dergelijk belonend bod toelaten. Investeringsbanken en hun cliënten kunnen ook een bepaald type beleggers op ogen hebben en de verdeling op basis van deze motivatie bijsturen. Evidentie hiervoor wordt aangereikt door Fields (1995). Zij toont aan dat op lange termijn IPO’s met grote institutionele beleggers significant beter presteren dan IPO’s met kleinere institutionele beleggers.

2.4 Diensten geleverd na de IPO

Eenmaal de finale uitgifteprijs vastgelegd is en de beslissingen rond het toewijzen van de aandelen genomen zijn, kan het werkelijke verhandelen van het aandeel beginnen. De diensten geleverd door de investeringsbank van de IPO zijn dan ook bijna volledig op het ondersteunen en stimuleren van deze handel gericht. Beleggers en investeerders hechten veel belang aan deze diensten. Als een investeringsbank er zich toe verbindt de koers te ondersteunen dan wordt die door de beleggers geïnterpreteerd als een signaal dat de kans kleiner is dat de IPO overgewaardeerd is. Het vertrouwen in een IPO waarbij de beleggers prijsondersteuning verwachten is dus groter (Aggarwal, 2000).

2.4.1 Koersondersteuning

Er kunnen vier vormen van koersondersteuning onderscheiden worden (Aggarwal, 2000; Vanthienen en Van Hulle, 1998): de “green shoe”, het liquiditeitscontract, zuivere stabilisatie en de “penalty bid”.

2.4.1.1 *Green Shoe*

De meest gekende vorm van koersondersteuning is de “over-allotment option” (ook wel “green shoe” genoemd). Een green shoe houdt in dat de investeringsbank zich bereid verklaart aandelen terug te kopen als de prijs van het aandeel zakt doordat beleggers hun

aandelen onmiddellijk terug verkopen indien de koers boven de introductieprijs uitstijgt (“pegging”) of extra aandelen te verkopen als er een te groot vraagoverschot is, en dit gewoonlijk gedurende een periode van 30 dagen. Dit ondersteunen van de koers door te kopen of te verkopen wordt “pegging” genoemd.

De investeringsbank koopt als underwriter meer aandelen van de onderneming dan de hoeveelheid kapitaal die het bedrijf wilde ophalen. De bank gaat dan als het ware een short positie aan: ze verkoopt extra aandelen maar levert ze nog niet fysiek (Aggarwal, 2000). Daalt de koers onder de uitgifteprijs dan koopt de investeringsbank aandelen op en gebruikt deze om haar short verplichting na te komen. Op deze manier neemt de vraag toe en zal de koers een positieve impuls krijgen. Is de aandelenkoers echter gestegen dan zou het voor de investeringsbank verlieslatend zijn om via aandeleninkoop aan haar shortpositie te voldoen. In deze situatie kan ze dan haar over-allotment option uitoefenen en levert ze de extra aandelen die ze gekocht heeft van de onderneming (Arkebauer, 1998).

2.4.1.2 Liquiditeitscontract

Ondersteuning van de koers door de investeringsbank kan ook als men niet met bookbuilding gewerkt heeft. De onderneming die naar de beurs gaat kan onder meer een “liquiditeitscontract” afsluiten. Hierbij gaat de financiële instelling de verbintenis aan om gedurende een welbepaalde korte periode na de introductie te interveniëren op de beurs zodat al te sterke koersschommelingen vermeden worden (Vanthienen en Van Hulle, 1998).

2.4.1.3 Zuivere stabilisatie

Een variant op het liquiditeitscontract is de zuivere stabilisatie (“pure stabilization”). De lead manager en de co-managers doen dan een bod om aandelen te kopen tegen een prijs niet hoger dan de uitgifteprijs. Dit bod moet duidelijk bekend gemaakt worden aan de markt en aan de beursautoriteiten. Deze manier van koersondersteuning zendt echter geen positief signaal uit, het maakt immers duidelijk dat de beursintroductie twijfelachtiger is en dat de bank verwacht dat prijsondersteuning noodzakelijk zal zijn.

Omwille van dit negatieve signaal wordt het ondersteuningsbod in de praktijk vermeden door de investeringsbanken (Aggarwal, 2000).

2.4.1.4 *Penalty bid*

Het doel van penalty bids is het tegengaan van “flipping”, waarbij beleggers bij een koersstijging onmiddellijk na de IPO hun aandelen terug verkopen. Als er veel vraag is naar het aandeel vormt dit herverkopen van aandelen in de eerste dagen na de uitgifte geen probleem. Is de vraag daarentegen zwak, dan kan de verkoopsdruk van de herverkopen de aandelenkoers onder de uitgifteprijs doen zakken. Gemiddeld worden 60 à 70% van de uitgegeven aandelen de eerste noteringsdag reeds verhandeld (Aggarwal, 2000). Om deze flipping in de hand te houden kunnen in het contract tussen de verschillende leden van het consortium penalty bids worden opgenomen.

Het systeem is gebaseerd op de vergoeding die de banken krijgen voor elk aandeel dat ze kunnen plaatsen bij beleggers en investeerders. Als een klant van een van de banken in het consortium dan aan pegging doet krijgt de bank een boete opgelegd, gelijk aan de vergoeding die ze ontvangen had voor het plaatsen van deze aandelen bij de klant in kwestie. De boete wordt dan gebruikt om de lead manager te vergoeden. Door het terugkopen van het aandeel heeft deze immers twee kosten: de verkoopcommissie verbonden aan het opnieuw verkopen van de aandelen en het mogelijk verlies als de lead manager moet herverkopen tegen een lagere prijs.

2.4.2 Ander diensten geleverd door de investeringsbank na de IPO

Naast ondersteuning van de koers in de eerste dagen van de notering bieden investeringsbanken nog andere diensten aan (Jenkinson en Ljungqvist, 2001). Zo kunnen ze de verbinding aangaan als marktmaker op te treden. Beleggers en investeerders die het aandeel willen aankopen en verkopen hebben dan altijd een tegenpartij. Op deze manier kan de onderneming een voldoende liquide handel garanderen aan hun aandeelhouders. Daarnaast kan de investeringsbank de onderneming in de toekomst blijven volgen om zo regelmatig de nodige informatie omtrent het bedrijf beschikbaar te stellen voor de markt. Dergelijke informatiestromen komen de

liquiditeit van het aandeel ten goede. Deze dienst is meestal niet expliciet opgenomen in het contract bij de beursgang. Dikwijls wordt het leveren van deze service toch afgesproken en dit zal dan ook weerspiegeld worden in de vergoeding die de investeringsbank vraagt.

2.5 Rollen van de verschillende banken in het syndicaat

Eén van de taken van de lead manager is het bij elkaar brengen van het syndicaat. De voornaamste reden voor het vormen van zo'n syndicaat is het vergemakkelijken van de distributie en het spreiden van het risico. Meer en meer zien we dat de noodzaak van het werken met een uitgebreid syndicaat afneemt. Grote spelers als Merrill Lynch hebben zelf voldoende kapitaal en een uitgebreid distributienetwerk, en moeten dus geen beroep doen op andere investeringsbanken. Het gevolg hiervan is dat het gemiddeld aantal leden in een syndicaat een neerwaardse trend vertoont (Ritter en Chen, 2000).

Hoe is de taakverdeling nu geregeld binnen dit syndicaat? Er kunnen onder de leden drie groepen onderscheiden worden: één of meerdere lead managers, een aantal co-managers en de gewone syndicaatleden. De eerste twee groepen vormen de onderwritinggroep en de derde de verkoopsgroep.

2.5.1 Lead Manager(s)

De lead manager(s) doen het grootste deel van het werk. Zij begeleiden de onderneming gedurende het hele IPO proces. In nauwe samenwerking met het bedrijf zal deze partij de prospectus opstellen, de road shows organiseren, een deel van het onderwriting risico dragen, het bepalen van de uitgifteprijs (onder meer bij bookbuilding) en instaan voor de vorming en de organisatie van het syndicaat (Bogaert en Vandemeulebroucke, 1999). Ook na de IPO blijft dit deel van het syndicaat de hoofdrol spelen en zal het het voortouw nemen bij de aftermarket support. De lead underwriter is immers steeds de belangrijkste marktmaker en zal hierdoor belangrijke voorraadposities in het aandeel innemen. De omvang van deze voorraadpositie kent een negatief verband met de prestaties van de IPO (Ellis, Michaely en O'Hara, 2000).

2.5.2 Co-lead manager(s)

Deze partij zal niet betrokken worden bij het hele voorbereidingsproces van de IPO. De taak van de co-lead manager(s) bestaat erin een deel van de aandelenuitgifte te onderschrijven. Op deze manier wordt een deel van het underwriting risico van gedragen door de co-lead managers. De deelneming aan de aftermarket support van het aandeel is bij de co-lead managers eerder beperkt: onderzoek toont aan dat hun handelsvolume en voorraadpositie in het aandeel niet verschilt van andere marktmakers en zo goed als geen rol speelt (Ellis, Michaely en O'Hare, 2000).

2.5.3 Syndicate members

Deze groep wordt ook wel de "selling group" genoemd. Zij zijn eveneens niet betrokken bij het voorbereidingsproces en nemen ook geen underwriting risico. De gewone syndicaatsleden zullen trachten een deel van de aandelen te plaatsen bij hun cliënten en fungeren op deze manier als een distributiekanaal.

2.6 Conclusie

In dit hoofdstuk is gebleken dat het samenwerken met een investeringsbank bijna een must is voor bedrijven die een succesvolle beursintroductie willen doen. Argumenten als de certification hypothesis, de kostenvoordelen en de lagere onderwaarderingskost verklaren zeer goed het waarom van de samenwerking. Naast deze aspecten worden er natuurlijk ook een belangrijk aantal redenen gevonden voor een samenwerking als men kijkt naar de diensten die door de bank voor en na de IPO geleverd worden. Het opstellen van de propectus, het helpen bij de bepaling van de uitgifteprijs, de koersondersteuning,... maken, samen met de argumenten van het waarom van een samenwerking met een bank, dat de kosten verbonden aan een dergelijke samenwerking zeker verantwoord zijn.

Wanneer het bedrijf overtuigd is van de voordelen van een samenwerking met een investeringsbank kan de zoektocht naar de meeste geschikte bank beginnen. Een van de aspecten die bij deze “beauty contest” besproken worden is het soort contract dat gebruikt zal worden. Ondernemingen hebben namelijk de keuze tussen een underwriting contract, waarbij ze de garantie krijgt dat ze het volledige bedrag van de kapitaalverhoging kan ophalen, en een best-effort agreement die deze garantie niet biedt maar louter stelt dat de investeringsbank zal trachten zoveel mogelijk aandelen te plaatsen. Een ander alternatief voor een underwriting contract is het branch service contract waarbij de bank enkel advies geeft maar niet instaat voor de plaatsing en de distributie.

Het soort contract dat de onderneming aangaat met de investeringsbank is echter maar het topje van de ijsberg en zal van minder belang zijn bij de beauty contest. Wat is dan wel belangrijk bij de keuze van de investeringsbank, welke factoren zullen wel doorslaggevend zijn bij de keuze van de investeringsbank? Op deze vragen zal in hoofdstuk 3 dieper ingegaan worden.

Hoofdstuk 3 : De keuze van de investeringsbank

Na de keuze om de onderneming naar de beurs te brengen volgt de “beauty contest” om een geschikte investeringsbank te vinden (vanuit de veronderstelling natuurlijk dat de onderneming gekozen heeft om met een investeringsbank te werken). Hierover is reeds heel wat onderzoek verricht en uit deze studies komt duidelijk naar voor dat het bedrijf bij deze keuze niet over één nacht ijs mag gaan. In dit hoofdstuk zal een overzicht gegeven worden van de bepalende factoren bij de keuze van de investeringsbank bank. Een eerste opvallende vaststelling is dat de verschillende auteurs het binnen deze problematiek niet altijd eens zijn met elkaar en soms tot resultaten komen die lijnrecht tegenover elkaar staan. Volgende invalshoeken zullen belicht worden: de reputatie van de investeringsbank, de ervaring van de investeringsbank met betrekking tot de sector waarin het bedrijf actief is, de liquiditeit van het aandeel en de ondersteuning van het aandeel in de aftermarket, het niveau van de transactiekosten, de complexiteit van de IPO, het effect op het vermogen van de aandeelhouders, het aantal lead en co-lead managers, de relatie met de investeringsbank en de algemene kenmerken van de investeringsbank.

3.1 De reputatie van de investeringsbank

Allereerst is er de reputatie van de investeringsbank. De literatuur rond de reputatie van de investeringsbank maakt een onderscheid tussen de invloed van de reputatie op de lange termijn prestaties van de beurskoers en de invloed van de reputatie op de mate van onderwaardering bij de IPO.

3.1.1 Reputatie en lange termijn prestaties

Over het verband tussen de reputatie van de investeringsbank en de lange termijn prestaties van de aandelenkoers zijn de verschillende auteurs het niet met mekaar eens. Carter, Dark en Singh (1998) argumenteren dat (de rol van risicokapitaal buiten beschouwing gelaten) er een positief verband is tussen de reputatie van de

investeringsbank en de prestaties van het aandeel op lange termijn. In hun onderzoek bleken IPO's, onderschreven door gereputeerde investeringsbanken, minder te onderpresteren ten opzichte van de beurs dan andere IPO's, en dit gedurende een periode van drie jaar.

De bevindingen van Carter, Dark en Singh worden tegengesproken door Doukas en Gonenc (2000): volgens hen is de invloed van de reputatie van de investeringsbank op de lange termijn prestaties van een IPO verwaarloosbaar is. De reden waarom Doukas en Gonenc tot een tegengesteld resultaat komen is dat vroegere studies de rol van risicokapitaal buiten beschouwing hebben gelaten. Wanneer de onderzoeker er niet in slaagt voldoende te controleren voor de invloed van risicokapitaal dan wordt het verzachtend effect van de reputatie van de investeringsbank overschat (zie infra). Doukas en Gonenc lossen dit op door tegelijk naar de invloed van de investeringsbank en de risicokapitaalverschaffers te kijken.

3.1.1.1 Verband tussen risicokapitaal en de reputatie van de investeringsbank

De verklaring voor het marginale effect van risicokapitaal op de lange termijn prestaties van het aandeel vinden we in het risico dat banken lopen om marktaandeel te verliezen als een IPO niet succesvol blijkt. Wanneer een investeringsbank een onderneming naar de beurs brengt en ze slaagt er niet in om de aandelen op een correcte manier te onderwaarden, leidt dit voor de investeringsbank tot een verlies van marktaandeel (Beatty en Ritter, 1986). Daarom is het redelijk aan te nemen dat investeringsbanken met een goede reputatie selectief zullen zijn bij de keuze welke IPO ze zullen ondersteunen. Risicokapitaal helpt investeringsbanken om die IPO's te selecteren die goede kansen maken en vermindert de onzekerheid rond de correcte waarde van de naar de beurs gaande onderneming door het verkleinen van de asymmetrie in informatie tussen de onderneming en de investeringsbank. Investeringsbanken met een hoogstaande reputatie zullen dus de belangrijke bijdrage van risicokapitaal erkennen en hebben een voorkeur voor IPO's die ondersteund worden door risicokapitaal. Op deze manier zal een onderzoek dat enkel kijkt naar de reputatie van de investeringsbank en geen rekening houdt met de aanwezigheid van risicokapitaal mogelijk een vertekend beeld geven van de invloed van de reputatie op de lange termijn prestaties.

3.1.1.2 Verklaring effect risicokapitaal op de lange termijn prestatie van nieuwe aandelen

Er zijn een aantal andere redenen waarom men risicokapitaal als een determinerende factor voor de lange termijn prestatie van nieuwe aandelen kan beschouwen. Verstrekkers van risicokapitaal bieden toegang tot grote kapitaalverstrekkers. Ook hebben ze contacten bij de beste investeringsbanken en zijn ze in staat om meer en hoger gekwalificeerde analisten aan te trekken om de onderneming te volgen (ze verminderen dus ook de asymmetrie in informatie tussen de onderneming en potentiële investeerders). Verder hebben ze zelf meestal een goede naam hoog te houden en vormen dus een soort van garantie voor de kwaliteit en de groeimogelijkheden van de naar de beurs gaande onderneming (Doukas en Gonenc, 2000).

3.1.1.3 Invloed reputatie bij afwezigheid risicokapitaal

Bij ondernemingen die geen beroep doen op risicokapitaal zou de reputatie van de investeringsbank wel van invloed kunnen zijn omdat de publiek gaande onderneming zo toch een zekere garantie kan bieden, er spelen immers twee effecten (Karlis, 2000). Ten eerste stuurt het inhuren van een meer gereputeerde tussenpersoon het signaal uit dat de boeken grondiger worden doorgelicht (“informatiesignaleffect”). Dit zal de onderneming vanzelfsprekend enkel laten doen als de financiële toestand ook werkelijk positief is. Naarmate de tussenpersoon een betere reputatie heeft, zullen de beleggers meer positief de financiële toestand van de publiek gaande onderneming inschatten. Het tweede effect is het “verzekeringssignaleffect”: als achteraf blijkt dat de investeringsbank de aandelen te hoog geprijsd heeft, zullen de gedupeerde investeerders de bank ter verantwoording roepen via gerechtelijke stappen. Ze hebben hierbij meer kans hun investering terug te krijgen als de tussenpersoon groter en gereputeerder is.

Ondanks het feit dat er dus bij het afwezig zijn van risicokapitaal een logische verklaring bestaat voor een verband tussen de reputatie van de investeringsbank en de prestaties van het aandeel na de IPO, vinden Doukas en Gonenc (2000) dat er geen statistisch significant verband is. Gezien het feit dat Karlis (2000) toch een aantal goede verklaringen kan geven waarom er een verband zou moeten zijn, zal de variabele reputatie in het empirisch onderzoek van deze thesis opgenomen worden.

3.1.2 Reputatie en underpricing

Naast het zoeken naar een verband tussen lange termijn prestatie van een aandeel en de reputatie van de investeringsbank kan men ook kijken naar de relatie tussen “underpricing” en reputatie. Underpricing is het fenomeen waarbij aandelen bij hun introductie tegen een lagere prijs verkocht worden dan ze werkelijk waard zijn. Verklaringen hiervoor zijn reeds het onderwerp geweest van heel wat onderzoek (o.a. Karlis, 2000; Johnson en Miller, 1988; Beatty en Ritter, 1986; Jenkinson en Ljunqvist, 2001). Karlis (2000) maakt in zijn studie naar IPO underpricing de veronderstelling dat naarmate de reputatie van de investeringsbank toeneemt ze meer gemotiveerd is deze naam hoog te houden en dus meer waarheidsgetrouwe informatie bekend zal maken. Het gevolg is dat als de reputatie toeneemt de investeringsbank betere informatie ter beschikking stelt en de IPO underpricing bijgevolg lager zal zijn. De publiek gaande onderneming laat dan minder geld “op de tafel liggen” en haalt dus meer middelen op.

Langs de andere kant zou men ook de redenering kunnen maken dat een meer gereputeerde tussenpersoon de neiging zal hebben IPO's juist meer tegen een lagere prijs te verkopen daar ze meer te verliezen hebben als ze de prijs te hoog zetten (en de IPO dus mislukt). Immers, als een IPO minder succesvol is, zal dit de reputatie van de investeringsbank negatief beïnvloeden waardoor ze marktaandeel verliest. Niet alleen de reputatie lijdt onder een mislukte IPO, ook de vergoeding die de banken krijgen is afhankelijk van het succes van de IPO: per geplaatst aandeel krijgen ze een bepaald bedrag aan commissie; hoe meer aandelen ze dus kunnen plaatsten hoe hoger de vergoeding (Chen en Ritter, 2000). Deze situatie kan tot conflicten leiden: de investeringsbank wil zoveel mogelijk onderwaarden om de IPO succesvol te maken en de onderneming die naar de beurs gaat wil net deze onderwaardering zoveel mogelijk beperken.

Onderzoek uit het verleden naar het verband tussen underpricing en reputatie geeft geen eenduidig antwoord welke van de twee krachten overheerst: een lagere mate van underpricing als gevolg van betere informatie of een hogere mate van underpricing omwille van het in stand houden van de reputatie. Een aantal auteurs komt immers tot de conclusie dat er een duidelijk negatief verband is tussen reputatie en onderwaardering (Johnson en Miller, 1988; Block en Stanley, 1980; Logue, 1973).

Anderen stellen in hun onderzoek vast dat er een positieve (Beatty en Welch, 1996) of helemaal geen relatie is (Logue et al, 2002).

Voor deze soms recht tegenover elkaar staande conclusies zocht Fang (2002) een aantal verklaringen. Het blijkt namelijk dat veel van de onderzoeken die stellen dat de onderwaardering afneemt als de reputatie toeneemt gebaseerd zijn op cijfers uit de jaren '70 en '80. De meer recente studies vinden dat significant verband echter niet meer. In zekere mate kan dit verschil in eindconclusies dus verklaard worden door verschillen tussen de jaren '80 en de jaren '90 in de krachten en bewegingen in de industrie.

Een andere verklaring vinden we volgens Fang in het feit dat gereputeerde investeringsbanken trachten hun reputatie niet te schaden en dus risicovolle IPO's vermijden. Bedrijven met een lager risico moeten hun aandelen minder onderwaarderen aangezien er minder onzekerheid over bestaat en de risicopremie (in de vorm van een onderwaardering) dus lager is. De gereputeerde instellingen zullen dus relatief meer IPO's met minder risico (en dus minder onderwaardering) hebben in vergelijking met de andere investeringsbanken. Het gevolg is dat zelfs als er een significant negatief verband tussen reputatie en onderwaardering waargenomen wordt, het helemaal niet zeker is of het verschil verklaard wordt door de reputatie en de kennis van de bank of door het feit dat gereputeerde banken enkel minder risicovolle IPO's aannemen.

Daarnaast stelt Fang dat een ander probleem zich situeert in de eigenlijke hypothese dat het verband tussen reputatie en onderwaardering negatief is. Zelfs al zou een gereputeerde bank erin slagen de onderwaardering te verminderen, dan zou dit enkel observeerbaar zijn als de investeringsbank dit voordeel doorgeeft aan de emittent. Met andere woorden, samenhangend met de hypothese van een negatief verband wordt verondersteld dat investeringsbanken steeds trachten de inkomsten voor de publiek gaande onderneming te maximaliseren. Dit is echter in tegenspraak met het werkelijke handelen van investeringsbanken: in de realiteit is er immers steeds de spanning tussen de emittent en de bank over de mate van onderwaardering. De mate waarin het voordeel, gerealiseerd door de lagere onderwaardering, doorgegeven wordt aan het bedrijf is daarom afhankelijk van de onderhandelingskracht van het bedrijf in kwestie ten opzichte van de investeringsbank. Daar een IPO gewoonlijk gedaan wordt door relatief jonge en onbekende ondernemingen zal deze onderhandelingskracht dus beperkt

zijn en is het dus zeer moeilijk juiste gegevens rond de mate van onderwaardering en de reputatie van de investeringsbank te verzamelen.

Volgens Fang is het dus omwille van deze redenen niet verwonderlijk dat uit de verschillende onderzoeken die in het verleden reeds werden uitgevoerd naar dit verband geen duidelijke stelling naar voor komt.

Onderzoeken die zich toespitsen op de Belgische IPO markt vinden geen significant verband. Rogiers (1992) keek naar een aantal beursintroducties en maakte hierbij onderscheid tussen prestigieuze en andere begeleidende banken. Hij vond geen statistisch significant verschil in underpricing tussen beide groepen. Gelijkaardige resultaten werden bekomen door Engelen en Degrootte (1999) en Vercammen (2000). Het lijkt er dus op dat de gekozen investeringsbank in België geen invloed uitoefent op de mate van underpricing. Hier moeten wel opnieuw de opmerkingen van Fang aangehaald worden, waardoor een uitspraak doen over dit verband een complexe zaak is.

Aangezien er een aantal logische verklaringen gegeven kunnen worden waarom meer gereputeerde investeringsbanken minder aan underpricing zouden doen, en rekening houdend met het feit dat de verschillende studies elkaar tegenspreken, zal in het empirisch gedeelte reputatie als mogelijke beïnvloedende factor opgenomen worden.

3.2 Ervaring van de investeringsbank met betrekking tot de sector waarin het bedrijf actief is

Een volgende belangrijke determinant bij de keuze van de investeringsbank is de ervaring die de investeringsbank heeft met IPO's uit de specifieke sector van het publiek gaand bedrijf. Bates en Dunbar (2002) argumenteren dat lead managers leren uit hun eigen ervaringen bij het aan de man brengen van IPO's en dus beroep kunnen doen op deze ervaring als ze later een ander bedrijf uit dezelfde sector begeleiden. Hierdoor verloopt de analyse van de onderneming en de bepaling van de uitgifteprijs een stuk vlotter. Het verkiezen van een intermediair met meer ervaring in de sector is ook iets dat we zien terugkomen bij de keuze van de beurs waarop het bedrijf wil gaan noteren. De

voorkeur zal uitgaan naar een beurs die ervaring heeft met het verhandelen van gelijkaardige aandelen (Corwin en Harris, 2001).

Daarnaast zijn er nog andere voordelen verbonden aan sectorervaring: zo zal naarmate deze toeneemt de afhankelijkheid van de investeringsbank ten opzichte van de investeerders bij het bepalen van de waarde van de aandelen verminderen (Bates en Dunbar, 2002). Dit heeft tot gevolg dat de bank minder aan onderwaardering moet gaan doen om nuttige informatie los te krijgen van de beleggers. Onderwaardering wordt immers dikwijls gebruikt als middel om de grote investeerders met ervaring in het beleggen en waarden in die sector te vergoeden voor het geven van nuttige informatie (bijvoorbeeld het uitbrengen van een limit bid bij bookbuilding). Als de ervaring van de investeringsbank in een bepaalde industrie dus toeneemt moet er minder aan onderwaardering gedaan worden, waardoor de emittent meer kapitaal kan ophalen. Deze variabele wordt niet opgenomen in de analyse in hoofdstuk 4 daar de dataset slechts een beperkt aantal observaties bevat, wat een significante indeling in sectoren niet mogelijk maakt.

3.3 Liquiditeit van het aandeel en aftermarket support

In het vorig hoofdstuk kwam reeds naar voor dat er geen prijsconcurrentie is tussen investeringsbanken. Bijgevolg zullen de banken elkaar gaan beconcurreren door meer service aan te bieden (Ritter en Chen, 2000). Een deel van deze service is de ondersteuning van het aandeel na de IPO (zie 2.4). Deze diensten geleverd na de IPO zullen van belang zijn bij de keuze van de investeringsbank aangezien de onderneming een voldoende liquide handel wil in haar aandelen (zie 2.1.4). De bank zal daarom bij de “beauty contest” een beeld trachten te geven van de mate waarin ze na de IPO voor deze liquiditeit zal zorgen. Het probleem van deze factor is echter dat we niet weten wat de banken juist belooft hebben. Daarnaast spelen er ook een aantal andere factoren mee: zo zal een zeer liquide beurskoers bij een bepaald aandeel misschien door de beleggers gemaakt worden en moet de investeringsbank weinig ingrijpen. Als deze bank dan op voorhand niet bijzonder veel liquiditeit in de handel gewaarborgd had dan zullen de cijfers dit toch incinueren. Het opnemen van een ex post variabele is steeds gevaarlijk en zal daarom in de analyse vermeden worden.

Een oplossing voor dit probleem zou het opnemen van de mate waarin de investeringsbank aan aftermarket support doet zijn. De informatie hierrond is echter strict vertrouwelijk en dus niet beschikbaar. Daarom zal ook de mate van aftermarket support niet in het empirische gedeelte van deze thesis opgenomen worden.

3.4 Transactiekosten

Over de transactiekosten kunnen we op het eerste zicht kort zijn want hier kan men louter rationeel redeneren: hoe lager hoe beter. Wanneer we dus louter op basis van deze factor een investeringsbank zouden kiezen zouden we deze nemen met de laagste prijs. Chemmanur en Fulghieri (1994) stellen vast dat meer gereputeerde intermediairs hogere vergoedingen vragen. Johnson en Miller (1988) onderzochten eveneens het verband tussen de kosten (bestaande uit commissie voor de investeringsbank en de onderwaardering van het aandeel) en de reputatie van deze bank. Volgens hen zijn deze kosten echter onafhankelijk van het niveau van prestige van de investeringsbank wanneer men corrigeert voor risico.

Ritter en Chen (2000) gaan nog verder en argumenteren dat zelfs zonder te corrigeren voor risico er geen verband bestaat tussen kosten en prestige. In hun toonaangevende paper “The Seven Percent Solution” concluderen ze immers dat investeringsbanken niet aan prijsconcurrentie doen (zie infra). Het gevolg hiervan is dat de vergoeding voor de investeringsbanken (de “spread”) zich rond een vast percentage bevindt. Deze afwezigheid van prijsconcurrentie maakt dat de transactiekosten niet opgenomen zullen worden in het empirisch onderzoek in deze thesis.

3.4.1 Verklaring verschillen in spreads

Koploper in de hitlijst van de hoogste vergoedingen zijn de Verenigde Staten met een spread van 7%. In de meeste andere landen is dit percentage echter veel lager. Zo liggen de spreads in Europa gemiddeld ongeveer op de helft van de hoge Amerikaanse spread. De verklaring voor de grote verschillen tussen landen ligt in de specifieke regelgeving en de daarmee verbonden kosten voor het onderschrijven van IPO's van elke land. De

hogere spread in de Verenigde Staten wordt dikwijls toegeschreven aan het risico dat de bank loopt om aansprakelijk gesteld te worden als het aandeel onjuist gewaardeerd blijkt en beleggers hierdoor schade hebben geleden. In de realiteit is dit risico zeer laag tot onbestaand daar investeringsbanken in de jaren '80 de meeste van deze rechtzaken gewonnen hebben waardoor het vandaag meestal niet tot een rechtzaak komt (Beatty en Welch, 1996).

3.4.2 Afwezigheid prijsconcurrentie

Hierboven werd reeds aangehaald dat prijsconcurrentie door de investeringsbanken vermeden wordt. Bewijs voor deze stelling vonden Ritter en Chen in het feit dat bij 90% van de IPO's uit hun gegevens, met een kapitaal gelegen tussen 20 en 80 miljoen dollar, een spread van 7% werd vastgesteld. Dus hoewel algemeen aangenomen wordt dat door de vaste kosten verbonden aan IPO's schaalvoordelen gerealiseerd kunnen worden, stelt men vast dat er in de meeste gevallen geen verschillen tussen de spreads zijn. Spreads worden dus in hoofdzaak niet bepaald door de kosten. Dit werd door de auteurs eveneens afgeleid uit het afwezig zijn van verschillen in spreads bij IPO's met een verschillend risico.

Een interessante vraag is nu wat dan de spread wel beïnvloedt en wat investeringsbanken drijft om niet aan prijsconcurrentie te gaan doen. De prijzen op de markt zijn immers boven het competitief niveau waardoor de winst meer dan de kosten en een vaste vergoeding op het kapitaal dekt en er dus extra winsten gemaakt worden. Een dergelijke situatie zou normaal tot gevolg hebben dat de aanbieders hun prijs gaan verlagen om zo hun marktaandeel te vergroten. De markt van IPO begeleiding blijkt hier echter een uitzondering op te zijn. Gezien de op het eerste zicht paradoxale situatie van een lucratieve markt zonder prijsconcurrentie zal kort ingegaan worden op mogelijke verklaringen. Ritter en Chen (2000) formuleren volgende verklaringen:

3.4.2.1 *Strategische prijszetting*

Een van de verklaringen voor de vaste spread wordt aangereikt door de speltheorie, namelijk impliciete en expliciete samenspanning. Hiermee bedoelt men een situatie

waarbij aanbieders de prijzen boven het niveau houden dat waargenomen zou worden bij perfecte mededinging. Expliciete samenspanning houdt in dat de verschillende spelers op de markt een overeenkomst afsluiten om de prijzen bewust hoog te houden. Dergelijke kartelvorming is echter illegaal waardoor het om een geheime overeenkomst zou moeten gaan. Dit zou echter reeds lang ontdekt zijn gezien de verschillende anti-trust onderzoeken. Verder zijn er in de verschillende investeringsbanken samen zoveel mensen bezig met het bepalen van de spreads dat het zeer onwaarschijnlijk is dat alle betrokkenen op de hoogte zijn van de kartelafspraken zonder dat de buitenwereld hier iets van af zou weten.

Impliciete samenspanning blijkt wel een goede verklaring te zijn voor de vaste spread. Deze theorie stelt dat wanneer een speler zijn vergoeding verlaagt, de concurrentie hierop onmiddellijk zal reageren door een nog lagere prijs te vragen. Door de onmiddellijke reactie van de andere banken zal de speler die eerst zijn prijs verlaagd heeft hier weinig mee winnen. Integendeel, na de reactie van de andere aanbieders zullen de marktaandelen grotendeels ongewijzigd gebleven zijn maar de winstmarges gedaald. Of anders uitgedrukt: zolang de huidige waarde van de toekomstige cash flows, gegenereerd door hogere spreads, groter is dan de korte termijn winsten verbonden met het verhogen van het marktaandeel (door het verlagen van de spreads), zullen de underwriters hun vergoedingen niet verlagen. De investeringsbanken hebben er dus zelf alle belang bij om de prijzen boven het competitief niveau te houden. De spread blijft daardoor op eenzelfde niveau, zonder dat hiervoor expliciete prijsafspraken gemaakt werden.

3.4.2.2 *Incentive voor lange-termijn denken en handelen in belang van emittent*

Zoals reeds vroeger gesteld (zie 1.1.3) heeft een underwriter altijd de neiging om IPO's zoveel mogelijk te onderwaarden om zo de kans op mislukken van de IPO te verkleinen. Emittenten daarentegen willen graag een zo hoog mogelijke uitgifteprijs voor hun aandelen. Deze laatsten zullen daarom meer prestige toeschrijven aan banken die minder onderwaarden. Aangezien de opbrengsten van het onderschrijven (in het geval van een full commitment underwriting) hierbij lager zijn, zullen hogere spreads nodig zijn om investeringsbanken een incentive te geven minder te onderwaarden. Met andere woorden: de banken zullen bereid zijn aan hun reputatie te werken door

betere analyses te maken en minder aan onderwaardering te doen als ze hiervoor vergoed worden met spreads die boven het competitieve prijsniveau liggen.

Investeringsbanken hebben naast het verhogen van de slaagkansen van een IPO nog andere redenen om meer te gaan onderwaarderen. Zo zou de neiging kunnen bestaan de mate van underpricing te verhogen om zo de eigen klanten die intekenen op de IPO een voordeel te geven. Op deze manier verbetert de relatie met de bestaande klanten en kan men nieuwe klanten aantrekken, waardoor het makkelijker wordt in de toekomst de aandelen van nieuwe IPO's te plaatsen. Door het toekennen van een hoge spread aan de investeringsbank zorgt de emittent ervoor dat de baten van IPO's voor de bank hoger zijn dan de baten van het verbeteren van de relaties met haar klanten.

3.4.2.3 Prijs als kwaliteitssignaal

In vele markten, zoals medische specialisten en consulting ondervinden, de aanbieders dat het vragen van een lagere prijs voor hun diensten door het cliënteel gezien wordt als een signaal van slechtere kwaliteit, met een afname van de vraag tot gevolg. Dit fenomeen is kenmerkend voor markten waarin het voor de klanten moeilijk is om de kwaliteit van de aangeboden goederen en/of diensten te beoordelen en waar er een klant niet regelmatig vrager is op deze markt. In een dergelijke situatie zullen de aanbieders de neiging hebben hogere prijzen te vragen, en dit zelfs als ze een capaciteitsoverschot hebben (dit zal stil gehouden worden aangezien het door de concurrent als een signaal van slechtere kwaliteit kan gezien worden).

Toegepast op de vraag naar investeringsbanken in de IPO markt houdt dit in dat een bank die een lagere vergoeding vraagt dan de rest als een bank met een slechtere service kan aanzien worden. Aangezien de prijs niet de doorslaggevende determinant is bij de keuze van de lead-manager en gezien het negatieve effect op het imago dat samenhangt met het vragen van een lagere prijs, kan een lagere prijs zeer nefast werken op de winstgevendheid van de investeringsbanken. Daarom zullen ze een lage prijs vermijden.

3.4.2.4 Concurrentie tussen banken op het vlak van dienstenaanbod bevorderen

In het volgende hoofdstuk van deze thesis en uit de literatuur blijkt dat prijs slechts één van de beïnvloedende factoren is bij de keuze van de investeringsbank. Zaken als de reputatie van de bank en haar dienstenaanbod spelen eveneens mee. Vanuit dit standpunt kunnen de hoge spreads geïnterpreteerd worden als een bewuste keuze van de emittenten: door bereid te zijn hoge vergoedingen te betalen willen ze tonen niet gevoelig te zijn voor prijsverlagingen. Het gevolg is dat de investeringsbanken elkaar dan gaan beconcurreren op het vlak van de service. Door het betalen van spreads die boven het competitief prijsniveau liggen, verbetert dus de service geleverd door de banken aan de ondernemingen met beursplannen.

3.4.2.5 De kost van prijsondersteuning na de IPO

Een veelvoorkomende vorm van ondersteuning van de aandelenkoers na de IPO is de green shoe (zie hoofdstuk 2.4). Ex ante hebben investeringsbanken een incentive om deze optie uit te oefenen. De verklaring hiervoor ligt in het feit dat de vergoeding die de bank krijgt (de “spread”) berekend wordt op alle uitgegeven aandelen. Als de bank de green shoe uitoefent worden er meer aandelen uitgegeven en ontvangt ze een hogere vergoeding.

Het gevolg is dus dat banken trachten de situatie zo te sturen zodat het voordelig wordt de short positie te voldoen door de over-allotment optie uit te oefenen. Concreet houdt dit in dat banken op deze manier een bijkomende incentive hebben om aan onderwaardering te doen: als de uitgifteprijs laag is, neemt de kans toe dat de aandelenprijs, op het moment dat de short positie voldaan moet worden, hoger is dan de uitgifteprijs. De onderneming die de IPO onderneemt kan dan de beslissing nemen hogere spreads te betalen om zo de incentive van de investeringsbank om te onderwaarden, om de over-allotment option uit te oefenen, af te zwakken.

3.5 Complexiteit van de IPO

De literatuur bekijkt de complexiteit van een IPO vanuit twee standpunten: enerzijds is de complexiteit een van de beweegredenen om samen te werken met een investeringsbank (zie 2.1.1) en anderzijds zal deze factor een invloed uitoefenen op de soort investeringsbank waarvoor de onderneming kiest.

Welke invloed heeft de complexiteit van de IPO nu op de keuze van de investeringsbank? Fang (2002) stelt vast dat bij het uitgeven van obligaties er een positief verband is tussen de reputatie van de underwriter en de complexiteit van de obligatietransactie. Deze conclusies kunnen we doortrekken naar de IPO markt aangepast worden en is er dus mogelijk een verband tussen de keuze van de investeringsbank en de complexiteit van de transactie.

3.6 Effect op het vermogen van de aandeelhouders

Stilaan wordt meer en meer duidelijk dat de keuze van de investeringsbank een belangrijke beslissing is voor een onderneming met beursplannen. Bowers en Miller (2001) stellen dat deze beslissing genomen moet worden op basis van hetzelfde criterium waarmee de onderneming alle grote beslissingen neemt: een evaluatie van het effect van de beslissing op het vermogen van de aandeelhouders. Met andere woorden, volgens hen moet er gekeken worden naar het effect van de keuze voor een bepaalde bank op het vermogen van de eigenaars. Hierbij wordt enkel gekeken naar de waarde gecreëerd door de investeringsbank op het moment van de IPO. Waarde gecreëerd door het ondernemen van nieuwe projecten na een primary offering wordt niet beïnvloed door de investeringsbank en daarom ook buiten beschouwing gelaten.

3.6.1 Effect bij secondary offering

Bij een secondary offering wordt een deel van het bestaande kapitaal te koop aangeboden. Om een faire en juiste prijs voor deze aandelen te kunnen bepalen, zal een exacte berekening van de waarde van de onderneming en haar aandelen noodzakelijk

zijn. Investeringsbanken kunnen dus waarde creëren voor de aandeelhouders indien zij de verkoopprijs boven de marktwaarde van de aandelen kunnen zetten.

Een belangrijke opmerking hierbij is dat de waarde gecreëerd door de investeringsbank voor de aandeelhouders, door de introductieprijs hoger te zetten dan de intrinsieke waarde, een rechtvaardiging kan zijn voor de soms hoge vergoedingen die de investeringsbanken vragen. Indien de waardecreatie groter is dan de vergoedingen kunnen deze laatste niet als overdreven bestempeld worden (Bowers en Miller, 2001).

3.6.2 Effect bij primary offering

Het tweede geval is dat van een IPO die gepaard gaat met een kapitaalverhoging. Hierbij komen er meestal nieuwe aandeelhouders bij. Wanneer een onderneming overgaat tot een IPO is ze reeds sterk gegroeid en in waarde gestegen. De marktwaarde van de onderneming is dus in vele gevallen groter dan de boekwaarde. Indien men dus aan de nieuwe aandeelhouders aandelen zou verkopen tegen de nominale waarde benadeelt de onderneming dus de oude aandeelhouders: een deel van de waarde gecreëerd in het verleden zou dan automatisch overgaan naar de nieuwe mede-eigenaars. Zij zouden daardoor een “free lunch” krijgen aangezien hun inbreng onmiddellijk veel meer waard wordt zonder dat ze hiervoor enig risico lopen.

Om aan dit probleem een mouw te passen, heeft men het principe van de uitgiftepremies ingevoerd. Men spreekt dan van een uitgifte met “agio op aandelen”, waarbij het agio het verschil is tussen de uitgifteprijs en de nominale waarde van het bestaande aandeel. De aandelen worden dus boven pari uitgegeven. Hebben de aandelen geen nominale waarde, dan neemt het bedrijf het boekhoudkundig pari, dit is het geplaatst kapitaal gedeeld door het aantal aandelen (Vertonghen en Lefebvre, 2002).

De invloed van een beursintroductie op het vermogen van de aandeelhouders bij een kapitaalverhoging is dus eerder beperkt. Indien het verschil tussen de uitgifteprijs en de som van de nominale waarde en het agio positief is, verbetert de vermogenspositie van de oude aandeelhouders. Gezien de traditionele onderwaardering bij IPO's zal dit verschil nooit groot zijn; in een ideale markt is het zelfs onbestaande.

Investeringsbanken met de nodige ervaring en reputatie zullen deze situatie van ideale markt zo dicht mogelijk trachten te benaderen. Een te grote onderwaardering kan natuurlijk wel nefast zijn voor de bestaande aandeelhouders als daardoor het hierboven aangehaalde verschil negatief wordt.

Door het onderwaarderen wordt er dus zowel bij een primary als bij een secondary offering slechts een beperkte of helemaal geen winst gecreëerd. Naast het beperkte effect is er nog een ander probleem: het kwantificeren van het effect op het vermogen van de aandeelhouders is zeer moeilijk aangezien gegevens over een verschil tussen de intrinsieke waarde en de uitgifteprijs niet publiek gemaakt worden. Het effect van de keuze van de investeringsbank op het vermogen van de aandeelhouders zal omwille van deze redenen dan ook niet opgenomen worden in de analyse.

3.7 Aantal lead en co-lead managers

In de meeste gevallen zal de investeringsbank na de IPO de koers van het aandeel ondersteunen. Eén van de manieren om dit te doen is regelmatig de nodige informatie omtrent het bedrijf beschikbaar te stellen voor de markt (zie 2.4.2). Bedrijven gaan trachten deze informatiestromen te maximaliseren door beroep te doen op een groter consortium: waar in de jaren '80 de meeste IPO's geen co-managers hadden zien we vandaag dat zo goed als alle IPO's meerdere co-managers hebben (Ritter & Chen, 2000).

Deze groei in het aantal co-managers mag gezien worden als een investering van het publiek gaand bedrijf in toekomstige informatiestromen. Ondernemingen doen dit zonder bijkomende kosten te maken aangezien de vergoeding afhankelijk is van het totale transactiebedrag en niet beïnvloed wordt door het aantal onderwriters (Ritter en Chen, 2000). De verwachting is dat investeringsbanken die samenwerken met meerdere lead en co-lead managers een voetje voor hebben op de concurrentie.

3.8 Relatie met de investeringsbank

Ondanks de vele theorieën en studies naar de verschillende aspecten van de investeringsbank blijken vele ondernemingen met beursplannen hier helemaal geen oor voor te hebben. Zij organiseren geen “beauty contest”, maar nemen hun huisbankier onder de arm bij hun IPO. Een studie van Fortune (1967) toonde aan dat in 48% van de gevallen de relatie met de investeringsbank de doorslaggevende factor was. Case studies over Belgische IPO's bevestigen dit onderzoek (o.a. Rogier, 1992; Cosaert, 2000): in een groot aantal gevallen wordt de rol van de lead-manager ingevuld door de huisbankier (dikwijls gaat het om een speciale afdeling investment banking). Toch kan hier een tendens waargenomen worden: waar de regel vroeger samenwerking op lange termijn was (“relationship banking”) zien we tegenwoordig meer en meer relaties van korte duur (Bowers & Miller, 2001). Ondanks deze opkomst van het “switchen” tussen bankiers blijft de relatie een belangrijke rol spelen.

Relationship banking kan gedefinieerd worden als een langdurige relatie tussen een bedrijf en een bank, waarbij de beide partijen over de tijd heen verschillende transacties met elkaar doen en de bank dankzij deze lange termijnsamenwerking belangrijke bijkomende informatie over het bedrijf kan verzamelen (Boot, 1999). De bank zal deze informatie voor zich houden en zich zo een beter beeld kunnen vormen van de werkelijke bedrijfstoestand. Hoewel bij relationship banking gewoonlijk niet onmiddellijk aan investeringsbanken en IPO's gedacht wordt, blijkt dit ook hier belangrijk: het onderschrijven van een IPO brengt kredietrisico met zich mee en is op dit vlak vergelijkbaar met het toekenen van een lening door een commerciële bank. Het inschatten van dit risico is makkelijker naarmate de bank bijkomende niet-publiek informatie heeft en in het verleden reeds met het bedrijf gewerkt heeft (Boot, 1999). Dit zijn de belangrijkste kenmerken van relationship banking.

De voordelen van relationship banking bij een IPO situeren zich op drie vlakken: een betere inschatting van het kredietrisico, betere analyses en een vlottere samenwerking. Het eerste aspect is hierboven reeds naar voor gekomen. De betere analyses kunnen verklaard worden door de bijkomende informatie en de bereidheid van de bank om meer te investeren in de analyses. Wanneer een bank in het verleden reeds samengewerkt heeft met een bedrijf kan ze deze gegevens valoriseren bij nieuwe transacties. De

huisbankier heeft daarnaast nog een ander belangrijk voordeel ten opzichte van andere investeringsbanken: de huisbankier heeft namelijk een correcter beeld van de schuldpositie van het bedrijf in kwestie, de stand van de zichtrekeningen en een overzicht van de eventuele beleggingen. Het combineren van alle diensten die aan het bedrijf in kwestie worden aangeboden kan opnieuw bijkomende informatie opleveren. Tenslotte zal een bedrijf sneller bepaalde vertrouwelijke informatie doorspelen aan de bank wanneer er een goede relatie is tussen de beide partijen (Boot, 1999).

De analyses zullen niet alleen verbeteren door de extra informatie waarover de huisbankier beschikt. De lange termijn relatie zal de bank een grotere incentive geven om meer middelen te investeren in de analyse van het bedrijf bij het opstellen van de prospectus (Boot, 1999). Een goede dienstverlening en het handelen in het belang van de cliënt garanderen immers dat het bedrijf bij de bank blijft. De investering in analyse is dus als het ware een investering in toekomstige samenwerking (en dus toekomstige inkomsten).

De vlottere samenwerking komt er door de incentive die de bank heeft om de kant van het publiek gaand bedrijf te kiezen. De kans op conflicten bij het voorbereiden van de IPO is beperkter wanneer men als bedrijf samenwerkt met de huisbankier. Het traditionele spanningsveld tussen de investeringsbank en de onderneming zal immers kleiner zijn. Waar de bank immers de neiging kan hebben om meer aan onderwaardering te doen om zo het risico te verkleinen en de inkomsten te verhogen, zal de huisbankier naar de toekomst kijken. Een transactie die op korte termijn misschien minder winstgevend is kan binnen het kader van relationship banking toch gerechtvaardigd worden (Boot, 1999). Indien de investeringsbank dus dezelfde is als de huisbank zal deze meer handelen in het belang van de onderneming en zal de samenwerking vlotter verlopen.

3.9 Overige kenmerken van de investeringsbank

Wanneer een onderneming een “beauty contest” organiseert om een geschikte investeringsbank te vinden om haar IPO te begeleiden wordt ook naar minder kwantificeerbare kenmerken gekeken (Jenkinson & Ljungqvist, 2000; Telephony

08/2001). Zo vinden ondernemingen het belangrijk dat een investeringsbank kan luisteren naar hun wensen. Een bank die resoluut alle taken overneemt en alles zelf doet wordt dus niet geapprecieerd. Daarnaast moet de investeringsbank de onderneming en haar businessplan grondig geanalyseerd hebben en goed op de hoogte zijn van het reilen en zeilen binnen het bedrijf. Een laatste belangrijk aspect in de relatie tussen onderneming en investeringsbank is de noodzaak om dezelfde mening te delen over de richting waarin de onderneming in de toekomst zal uitgaan. Onenigheid hierrond zal immers een struikelblok kunnen betekenen voor de verdere samenwerking. Gezien hun minder kwantificeerbaar karakter worden deze aspecten niet opgenomen in de analyse in volgend hoofdstuk.

3.10 Conclusie

De keuze van de investeringsbank is duidelijk geen makkelijke opgave, er worden immers heel wat verschillende mogelijk beïnvloedende factoren gevonden. Een aantal van deze variabelen worden geacht een belangrijke impact te hebben op de keuze van de investeringsbank bij een IPO. Zo zal de reputatie van de bank naar alle verwachtingen een zekere invloed te hebben. Ook de ervaring van de bank met IPO's uit dezelfde sector is een interessante indicator. Verder zal de relatie met de bank voor de Belgische IPO markt ook van groot belang zijn; veel Belgische bedrijven werken immers samen met hun huisbankier.

Daarnaast zijn er factoren als aftermarket support, complexiteit en het aantal lead en co-lead managers die een minder nadrukkelijke rol zullen spelen. Uit het empirisch onderzoek in het volgende hoofdstuk zal blijken of deze vooroordelen in verband met de grote van de impact van de verschillende variabelen waar zijn of juist niet.

Hoofdstuk 4 : Empirische studie

Zoals vorig hoofdstuk heeft laten blijken, bestaat er dikwijls weinig eensgezindheid binnen de academische wereld omtrent de significantie en de richting van de invloed van bepaalde factoren op de keuze van de investeringsbank bij een IPO. Daarnaast zijn vele van de in de literatuurstudie aangehaalde papers (o.a. Carter, Dark en Singh, 1998; Chen en Ritter, 2000; Johnson en Miller, 1988) gebaseerd op Amerikaanse gegevens. Deze empirische studie heeft dan ook tot doel enige klaarheid te scheppen in welke factoren nu juist doorslaggevend zijn bij de keuze van de investeringsbank door een Belgische onderneming met beursplannen.

4.1 Data

De dataset die gebruikt wordt in dit empirisch onderzoek beslaat alle Belgische IPO's van 1996 tot en met 2000. Het gaat hier om 61 observaties die verzameld werden door Huyghebaert en Van Hulle (2003). Bijkomende gegevens omtrent de relatie met de bank werden verzameld door het contacteren van alle bedrijven uit deze dataset. Op basis van deze gegevens zal op zoek gegaan worden naar de factoren die een significante invloed hebben op de keuze van een investeringsbank. Hierbij wordt gebruik gemaakt van een aantal logistische regressies waarbij de IPO's op basis van hun lead-managers op een aantal verschillende manieren in twee groepen verdeeld worden: een groep waarbij de lead-manager(s) bepaalde kenmerken vertonen en een groep waarbij de lead-manager(s) niet aan deze voorwaarden voldoen.

Afsluitend zal dit hoofdstuk ook een blik werpen op twee onderzoekshypothesen, waarbij onderzocht wordt of deze verbanden opgaan voor de Belgische IPO's. Allereerst wordt het aantal instellingen in de verschillende syndicaten bekeken en zal nagegaan worden of de bevinding van Ritter en Chen (2000) dat dit aantal leden een dalende tendens vertoont klopt. Daarna zal er dieper ingegaan worden op welke factoren de mate van onderwaardering beïnvloeden op de Belgische IPO markt.

4.2 Doelvariabelen

In de theorie zijn een aantal factoren naar voren gekomen als mogelijk doorslaggevend bij de keuze van een investeringsbank bij een IPO. Om te bepalen of deze factoren statistisch significant moeten een aantal regressies uitgevoerd worden, wat een opdeling van de dataset op een aantal manieren vereist. Na een grondige evaluatie van een aantal opdelingscriteria werden vier splitsingscriteria weerhouden.

4.2.1 Reputatie van de investeringsbank

Allereerst zal gekeken worden naar het verband tussen de keuze voor een investeringsbank met een hoge reputatie en de andere variabelen. Deze regressie zal toelaten te bepalen welke factoren de onderneming drijven om een meer gereputeerde investeringsbank te selecteren.

In de literatuur worden verschillende maatstaven als indicator voor reputatie aangehaald. De meest uitgebreide is het rankingsysteem van Carter en Manaster (1990). Bij de aankondiging in de kranten van een toekomstige beursintroductie worden steeds de lead- en co-lead-managers vermeld. Het is op basis van de plaats waar de investeringsbank vermeld wordt in de advertentie dat een bepaalde score wordt toegekend. Deze ranking gaat er namelijk van uit dat hoe vroeger een investeringsbank in de advertentie vernoemd wordt, hoe meer gereputeerd deze bank is. Zo bekomt men uiteindelijk een Carter-Manaster ranking voor alle investeringsbanken. Een alternatieve maatstaf voor reputatie is het marktaandeel van de investeringsbank. Dit systeem wordt aangereikt door Megginson en Weiss (1991). Het Megginson-Weiss systeem houdt bij het bepalen van de marktaandelen enkel rekening met de lead-managers; dat wil zeggen dat de lead-manager het volledige onderschreven bedrag op zijn naam mag zetten. De Carter-Manaster rangschikking geeft duidelijk weer welke bank de meest gereputeerde is. Megginson en Weiss stellen evenwel een hoge graad van correlatie vast tussen hun maatstaf en de Carter-Manaster ranking.

Hoe kan men nu marktaandeel koppelen aan reputatie? Dunbar (2000) argumenteert dat verschuivingen in marktaandeel een redelijke benadering zijn voor veranderingen in de

verwachte toekomstige opbrengsten. Verder toont hij aan dat onderwaardering in het verleden omgekeerd gecorreleerd is met het totaal marktaandeel van de investeringsbank in de volgende periode. Bedrijven, en dan vooral hun aandeelhouders, verkiezen banken die in mindere mate aan onderwaardering doen. Deze banken zullen daardoor in de volgende periode hun marktaandeel kunnen vergroten. Marktaandeel als maatstaf voor reputatie houdt dus in dat investeringsbanken met een goede reputatie een hoger marktaandeel hebben.

Een variant op de Carter-Manaster ranking wordt aangereikt door Johnson en Miller (1988). Zij gebruiken eveneens het principe van de ranking maar stellen geen “hitlijst” op. De banken worden daarentegen in vier categorieën ingedeeld. De meest prestigieuze banken zitten in de “bulge bracket” groep. Daaronder zitten de “major bracket” banken: zij zijn minder gereputeerd als de “bulge bracket” banken en krijgen gewoonlijk een kleiner deel van het te onderschrijven kapitaal toegewezen. Toch hebben de banken in deze groep nog een belangrijke invloed. Investeringsbanken wiens gemiddelde deelname in een IPO consortium kleiner is dan de twee hierboven genoemde groepen worden als de “submajor” groep gecatalogeerd. Al de andere banken die dan nog overblijven krijgen de minst prestigieuze ranking “zero”.

Voor de empirische studie in dit hoofdstuk zal voor marktaandeel als maatstaf gekozen worden om de invloed van reputatie te onderzoeken. Vollediger zou zijn om ook de hierboven genoemde Carter-Manaster ranking op te nemen. Deze methode is echter niet toepasbaar op de Belgische aandelenmarkt. In de aankondigingen van Belgische IPO's worden enkel de lead- en de co-lead-managers vermeld en dit meestal in alfabetische volgorde. Daarnaast is er nog een andere reden om voor marktaandeel te kiezen. Bates en Dunbar (2002) verwerpen namelijk de assumptie van Carter, Dark en Singh (1998) dat marktaandeel en Carter-Manaster alternatieven zijn voor elkaar. De Carter-Manaster rangschikking is ten eerste een statische indicator, die weinig variatie vertoont over de tijd. Daarnaast gaat het bij de Carter-Manaster maatstaf om een gemiddelde score die geen beeld geeft van de frequentie of de omvang van de transacties begeleid door de investeringsbank. Marktaandeel daarentegen is een meer dynamische variabele die daardoor meer beïnvloed wordt door de kenmerken van de IPO's. Neem bijvoorbeeld een investeringsbank die in het verleden een zekere reputatie opgebouwd heeft. Als deze bank plots, al dan niet bewust, fouten begint te maken in haar analyses zal het

effect hiervan zich veel sneller manifesteren in de variabele marktaandeel dan in de Carter-Manaster ranking.

De berekening van de marktaandelen van de investeringsbanken op de Belgische markt gebeurt op jaarlijkse basis met de volgende formule:

$$\frac{\Sigma \text{ opgehaalde bedragen van de verschillende door de bank begeleidde IPO's in een bepaald jaar}}{\Sigma \text{ opgehaalde bedragen van alle IPO's in dat jaar}}$$

De bedragen worden in navolging van het Megginson-Weiss systeem alleen toegewezen aan de lead-manager. Wanneer er meerdere lead-managers zijn wordt het door het syndicaat gedekte bedrag gelijk verdeeld over de verschillende lead-managers. De opgehaalde bedragen per IPO werden gevonden door het vermenigvuldigen van de uitgifteprijs met het aantal aandelen dat aangeboden werd. Bij uitgiftes in een andere munt dan de euro werden historische wisselkoersen gebruikt (www.x-rates.com). De uiteindelijke variabele Marktaandeel is dan het gemiddelde van de marktaandelen van de verschillende joint lead-managers van de IPO (voor resultaten zie bijlage 1).

Tabel I : Jaarlijks marktaandeel (summary statistics)

	Mean	Variance	Standard Deviation	Min	Max	# Obs
Marktaandeel	0.12706	0.02150	0.14662	0.000141	0.69852	61

Het gemiddeld marktaandeel van de lead-managers bij Belgische IPO's is 12,7%. De kleinste waarneming wordt gevonden bij Bluegate en Thema Vision (zie tabel I). Het grootste marktaandeel hebben de banken die de IPO van Agfa Gevaert begeleid hebben.

4.2.2 Aantal lead-managers

Een tweede indeling van de dataset gebeurt op basis van het aantal lead-managers. Men kan zich immers de vraag stellen waarom sommige bedrijven het met één lead-manager doen, terwijl anderen met meerdere banken werken. Deze regressie gebeurt met de dummy variabele AANTBANK die waarde 0 krijgt als er slechts met één bank gewerkt wordt en waarde 1 als er twee of drie lead-managers zijn.

In de literatuur wordt enkel gesproken over het verband tussen het aantal syndicaatsleden en het transactiebedrag, waarbij steeds een positief verband naar voren komt. De voornaamste bestaansredenen van het IPO syndicaat zijn immers het vergemakkelijken van de distributie en het beperken van het risico (zie 2.5). Wanneer een onderneming een groter bedrag wil ophalen zal het aantal leden in het syndicaat daardoor toenemen. De verwachting is dus dat het transactiebedrag ook een positief effect zal hebben op het aantal lead-managers.

Tabel II : Aantal lead-managers (summary statistics)

Één lead-manager	Twee of drie lead-managers	# Obs
32	29	61

4.2.3 IPO's met enkel een kleine bank als lead-managers

Een volgende doevariabele kijkt naar de aanwezigheid van spelers bij de lead-managers die op het eerste zicht niet voor de hand liggend lijken. Het gaat hier dan om IPO's waarbij enkel gewerkt wordt met Smeets, Verbaet & Co of Van Moer, Santerre & Co. De IPO's die onder deze categorie vallen krijgen de waarde 1 bij de dummy variabele BELKLEIN. Deze indeling zal trachten een inzicht te geven in het waarom van de niet zo voor de hand liggende beslissing om samen te werken met een dergelijke bank. In de dataset vinden we zes IPO's die tot deze categorie behoren: Bluegate, Fidelity Net Marketing, Fardem, Ibt, Link Software en Thema Vision.

Tabel III : BELKLEIN (summary statistics)

Lead-manager = kleine bank	Lead-manager ≠ kleine bank	# Obs
6	55	61

4.2.4 Vermogensbankier onder de lead-managers

De laatste indeling deelt de waarnemingen op in twee groepen: de IPO's waarbij een "echte investeringsbank" deel uitmaakte van de lead-managers en de IPO's waarbij dit niet het geval was. Met de uitdrukking "echte investeringsbank" worden banken bedoeld die zich enkel met investment banking activiteiten bezighouden (bijvoorbeeld Petercam en Bank Degroof). Ze bieden met andere woorden niet de hele waaier aan retailbankproducten aan zoals allround bankiers als Fortis of KBC dat doen. De doelvariabele die hierbij gebruikt zal worden is de dummy VERMOG die waarde 1 krijgt als er een vermogensbankier onder de lead-managers is.

Tabel IV : Vermogensbankier onder de lead-managers (summary statistics)

Met vermogensbankier	Zonder vermogensbankier	# Obs
32	29	61

4.3 *Onafhankelijke variabelen*

In het vorig hoofdstuk is er een overzicht gegeven van welke factoren mogelijk een van invloed hebben op de keuze van de investeringsbank bij een IPO. Om te onderzoeken welke van deze factoren een significante invloed hebben, moeten deze factoren allemaal uitgedrukt worden in een getalwaarde of een dummy variabele. Hieronder wordt een overzicht gegeven van de verschillende proxyvariabelen, hoe ze berekend worden en enkele samenvattende statistieken.

4.3.1 Complexiteit van de IPO

In navolging van het onderzoek van Servaes en Zenner (1996) zal in de analyse in deze thesis de omvang van de transactie als indicator voor de complexiteit van de IPO

gebruikt worden. Meer specifiek zal de omvang vanuit twee benaderingen opgenomen worden: vooreerst het totale transactiegedrag (omgezet naar euro op basis van historische wisselkoersen). De variabele Totaal Bedrag werd bekomen door de ln van het totale transactiebedrag te nemen. Ten tweede wordt de relatieve omvang opgenomen. Deze factor berekent men door het procentueel uitdrukken van het aantal aandelen dat te koop aangeboden wordt ten opzichte van het totaal aantal aandelen van de onderneming.

De verwachting is dat deze variabele een positief effect zal hebben op de keuze voor een meer gereputeerde investeringsbank. Fang (2002) stelde reeds een dergelijk verband vast bij het uitgeven van obligaties door bedrijven: een meer complexe transactie leidt hier tot het kiezen van een meer gereputeerde bank.

Tabel V : Totaal bedrag en relatieve omvang (summary statistics)

	Mean	Variance	Standard Deviation	Min	Max	# Obs
Tot. bedrag	17.16705	2.77246	1.66507	11.72	21.7916	61
Rel. omvang	0.34319	0.02907	0.1705	0.1469	1	61

Een beursintrodactie is in de meeste gevallen een omvangrijke transactie. Wanneer we de logaritme nemen van deze transactiebedragen bekomen we een gemiddelde van 17,6 (zie tabel V). De grootste IPO in de periode 1996-2000 was die van Interbrew waarbij zo maar even voor bijna 3 miljard euro aandelen te koop werd aangeboden. De kleinste IPO was deze van Bluegate met een transactiebedrag van 123007 euro.

De relatieve omvang geeft een meer genuanceerd beeld van de complexiteit van een IPO: een bedrijf als Interbrew haalt immers in absolute termen een zeer groot bedrag op, maar als we het aantal aandelen dat te koop aangeboden wordt plaatsen ten opzichte van het totaal aantal aandelen bedraagt dit slechts 21%. De IPO met de kleinste relatieve omvang is deze van Hamon (zie tabel V). De grootste relatieve IPO is die van Barconet met een waarde van 1.

4.3.2 Aantal lead- en co-lead-managers

Op basis van onderzoek uit het verleden (o.a. Ritter & Chen, 2000) wordt in de analyse in deze thesis het totaal aantal lead- en co-lead-managers als beïnvloedende factor bij de keuze van de investeringsbank opgenomen. Hierbij zal rekening gehouden worden met een mogelijk hoge correlatie tussen het aantal lead- en co-lead-managers en de omvang van de transactie. Het lijkt immers voor de hand liggend dat bij een grotere IPO er meer lead- en/of co-lead-managers zullen zijn (zie ook 4.2.2).

Tabel VI : Aantal lead- en co-lead managers (summary statistics)

	Mean	Variance	Standard Deviation	Min	Max	# Obs
Aantal lead & co-lead	2.75410	0.92186	0.96013	1	5	61

Het gemiddeld aantal lead- en co-lead-managers bij Belgische IPO's bedraagt 2,75 (zie tabel VI). Mobistar voert hier de rangschikking aan met 3 joint lead-managers en 2 co-lead-managers.

4.3.3 Relatie met de investeringsbank

Informatie rond de relatie met de investeringsbank bleek niet zo gemakkelijk te verzamelen als aanvankelijk verwacht. In totaal kon maar van 28 van de 61 waarnemingen bepaald worden of de lead-manager ook huisbankier op het moment van de IPO was. Deze vaststelling kon gedaan worden wanneer het bedrijf in kwestie bevestigde dat het al dan niet om de huisbankier ging of wanneer de joint lead-manager(s) een echte investeringsbank was en dus onmogelijk de huisbankier kon zijn. Omwille van het hoge aantal missing values zal deze variabele niet opgenomen worden in de regressies op de hele dataset. Wel zal onderzocht worden of de relatie met de investeringsbank een significante variabele is als we de regressies uitvoeren op de 28 variabelen waarvan de huisbankier dummy wel gekend is (zie 4.4.2.5). De relatie met de investeringsbank wordt in de analyse uitgedrukt door de dummy variabele HUISBANK.

De voordelen verbonden aan relatiebankieren (zie 3.8) blijken zich te situeren op betere analyses en een betere samenwerking. Wanneer een bedrijf voor haar huisbankier kiest om de beursgang te begeleiden zal ze dit doen omwille van deze voordelen. De hypothese is dat in de regressies waar de variabele Huisbank wordt opgenomen, de invloed van de andere variabelen minder zal zijn dan in de modellen zonder Huisbank.

Tabel VII : Huisbankier (summary statistics)

Lead = Huisbankier	Lead ≠ Huisbankier	Totaal # Obs
8	20	28

4.3.4 Aanwezigheid risicokapitaal

Bij het bespreken van de invloed van reputatie van de investeringsbank op de lange termijn prestaties van de beurskoers werd de invloed van venture capital aangehaald (zie 3.1.1). De aanwezigheid van risicokapitaal zal ook op andere vlakken invloed hebben, het is bijvoorbeeld niet ondenkbaar dat een venture capitalist de keuze van de investeringsbank bij de IPO zal beïnvloeden. Een van de voordelen van een beursintroductie is namelijk dat het de kans biedt aan de aandeelhouders om hun investering te verzilveren. Vooral venture capitalisten maken gebruik van deze mogelijkheid en zullen dus vermoedelijk veel belang hechten aan de keuze van de bank om hun kapitaalwinst te maximaliseren.

Tabel VIII : Venture capital (summary statistics)

Minstens één aandeelhouder is venture capitalist	Geen venture capital aanwezig in onderneming	Totaal # Observaties
20	41	61

Uit tabel VIII blijkt dat bij 20 van de 61 IPO's uit de dataset minstens één van de aandeelhouders venture capitalist. Deze informatie zal onder de vorm van de dummy variabele VENTURE opgenomen worden in de analyse.

4.3.5 Blockholders

Deze variabele komt niet expliciet naar voor in de literatuur rond de keuze van de investeringsbank bij een IPO. Toch worden deze factor opgenomen aangezien er intuïtief mogelijke verbanden gevonden kunnen worden met de keuze van de bank. Een blockholder is een aandeelhouder die meer dan 5% van het kapitaal van de onderneming in handen heeft. De verwachting is dat deze blockholders een gelijkaardig belang hechten aan de keuze van de investeringsbank als een venture capitalist: bij een secondary offering trachten zij immers een deel van hun investering liquide te maken. Aangezien het hier soms om grote bedragen gaat zullen blockholders mogelijks een meer gereputeerde bankier verkiezen. We verwachten dus een positief effect van de aanwezigheid van blockholders op het kiezen voor een gereputeerde bank.

Tabel IX : Blockholders (summary statistics)

	Mean	Variance	Standard Deviation	Min	Max	# Obs
Blockholders	2.5	2.4	1.5	1	7	61

Het gemiddeld aantal blockholders in deze dataset is 2,49 (zie tabel IX). De hoogste waarde vinden we terug bij Mobistar. De laagste waarde is groter dan nul, wat logisch is gezien het feit dat het zeer moeilijk is om een verspreide aandeelhoudersstructuur op te zetten zonder een publieke notering.

4.3.6 Beurs waarop de onderneming gaat noteren

In de dataset worden drie verschillende beurzen teruggevonden: de Eerste Markt in Brussel, Euro.NM en Easdaq. Geen enkele van deze beurzen bestaat nog onder deze vorm en/of naam: de Eerste Markt en Euro.NM zijn opgegaan in de nieuwe Euronext structuur en Easdaq is herdoopt tot Nasdaq Europe nadat Nasdaq een meerderheidsparticipatie in deze beurs nam. De informatie rond de beurs waarop het bedrijf zal gaan noteren na de IPO wordt opgenomen onder de vorm van twee dummy variabelen EASDAQ en EURO.NM. De referentiegroep worden dan de bedrijven die na hun IPO noteerden op de Eerste Markt.

Net zoals bij de variabele Blockholders doet de literatuur geen explicite uitspraak omtrent de relatie tussen de beurs waarop de onderneming gaat noteren en de keuze van de investeringsbank. Toch is er ook hier een zeker intuïtief verband aanwezig: de reputatie van de bank zal mogelijks van belang zijn als de onderneming op de Eerste Markt wil noteren.

Tabel X : Beurs waarom bedrijf gaat noteren (summary statistics)

Eerste Markt Brussel	Easdaq	Euro.NM	Totaal # Obs
40	11	10	61

4.4 Empirische studie

Nu de variabelen gedefinieerd zijn kan er overgegaan worden tot het zoeken naar interessante en significante verbanden tussen de doel- en onafhankelijke variabelen. De indeling van deze paragraaf is als volgt: eerst wordt gekeken naar de correlatiematrix van alle opgenomen variabelen. Op basis van de doel- en onafhankelijke variabelen en de informatie uit de correlatiematrix zullen dan een aantal regressies uitgevoerd worden die ons toelaten al dan niet significante variabelen vast te stellen die de keuze voor een bepaalde soort investeringsbank bepalen.

Een opmerking bij dit alles is dat de samenstelling van de dataset in dit onderzoek in belangrijke mate verschilt van de gegevens waarop onderzoeken in het verleden zich baseerden. In de bestudeerde dataset zien we namelijk de beursintroducties van een relatief groot aantal technologiebedrijven. Deze aanwezigheid van technologiebedrijven in de analyse maakt dat het soms moeilijk is de resultaten juist te interpreteren. De sterke bull market die we zagen op de beurzen naar het einde van de jaren '90 toe en het doorprikken van de bubble dat hierop volgde, toont aan dat beleggers in die periode de traditionele economische maatstaven al eens over het hoofd zagen. Het gevolg van dit alles is dat de markt bij momenten misschien te enthousiast was over bepaalde ondernemingen en een aantal variabelen hier mogelijks door beïnvloed zijn. Denk bijvoorbeeld maar aan de mate van onderwaardering die, gezien het hoge risico van deze technologiebedrijven, in normale omstandigheden veel hoger zou geweest zijn.

4.4.1 Correlatiematrix van de opgenomen variabelen

De correlatiematrix geeft ons een inzicht in de verbanden tussen de variabelen onderling. Op basis van de cijfers hierboven kunnen we stellen dat er geen problemen van multicollineariteit zullen optreden. De meest opvallende waarde is de correlatie tussen de variabelen Euro.NM en Totaal bedrag. Blijkbaar halen bedrijven die naar de Euro.NM groeibeurs gaan systematisch lagere bedragen op. Dit is gezien het feit dat deze beurs gericht is op jonge bedrijven geen opvallende vaststelling maar eerder een bevestiging van de realiteit.

De andere redelijk hoge correlatie die we terugvinden is deze tussen het totaal bedrag van de transactie en het marktaandeel van de investeringsbank(en). Dit levert echter ook geen informatie op: de marktaandelen worden immers berekend op basis van het totaal bedrag. Een neiging tot correlatie tussen deze waarden is dus het gevolg hiervan.

Tabel XI : Correlaties tussen de variabelen

	Marktaandeel	Totaal bedrag	# Lead & co-lead	Easdaq	Euro.NM	Blockholders	Relatieve omvang	Venture
Marktaandeel	1	0.5149	-0.0101	-0.0429	-0.3205	-0.1365	-0.054	-0.1114
Totaal bedrag	0.5149	1	0.1505	0.0901	-0.5851	0.0014	-0.0304	0.1081
# Lead & co-lead	-0.0101	0.1505	1	0.1093	-0.1717	0.1883	-0.1790	0.1288
Easdaq	-0.0429	0.0901	0.1093	1	-0.2	0.1925	-0.0339	-0.016
Euro.NM	-0.3205	-0.5851	-0.1717	-0.2	1	-0.0148	0.1867	-0.016
Blockholders	-0.1365	0.0014	0.1883	0.1925	-0.0148	1	0.0025	0.3665
Relatieve omvang	-0.054	-0.0304	-0.1790	-0.0339	0.1867	0.0025	1	0.0223
Venture	-0.1114	0.1081	0.1288	-0.016	-0.016	0.3665	0.0223	1

4.4.2 Regressies

Nu de dataset op een aantal manieren opgedeeld is en we dankzij de correlatiematrix gegevens ter beschikking hebben omtrent mogelijke problemen van multicollineariteit, kan overgegaan worden tot het uitvoeren van de regressies.

4.4.2.1 Reputatie van de investeringsbank als doelvariabele

$$\text{Marktaandeel} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal bedrag} + \beta_2 \text{ Aantal lead/co-lead} + \beta_3 \text{ Easdaq} + \beta_4 \text{ Euro.NM} + \beta_5 \text{ Blockholders} + \beta_6 \text{ Relatieve omvang} + \beta_7 \text{ Venture}$$

Tabel XII : resultaten model met Marktaandeel als doelvariabele

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	-0.60449	0.0105
Totaal bedrag	0.04707	0.0005
Aantal lead & co-lead	-0.00852	0.6396
Easdaq	-0.03534	0.4391
Euro.NM	-0.01202	0.8352
Blockholders	-0.00637	0.6034
Relatieve omvang	-0.03956	0.6900
Venture	-0.04632	0.2360

F-Value	3.53
Pr > F	0.0035
Adjusted R ²	0.2277

Dit model heeft tot doel te kijken welke factoren een onderneming ertoe drijven om een meer gereputeerde investeringsbank te kiezen om haar IPO te begeleiden. Op basis van de adjusted R² van 0,2277 (zie tabel XII) kan gesteld worden dat het hier om een model met een redelijke verklarende kracht gaat.

Bij het hanteren van een grenswaarde voor de p-value van 0,10 stellen we vast dat enkel de variabele Totaal bedrag positief significant is. Hieruit kunnen we afleiden dat bedrijven die een groot kapitaalbedrag willen ophalen beroep zullen doen op meer gereputeerde investeringsbanken. Dit is consistent met de bevindingen van Fang (2002) die eenzelfde positief verband vond bij de uitgifte van obligaties door bedrijven.

De variabele Aantal lead & co-lead is niet significant, wat erop wijst dat een groter aantal lead- en co-lead-managers geen invloed heeft op keuze om al dan niet met een gereputeerde bank samen te werken. De resultaten van de dummy variabelen Easdaq en Euro.NM leren ons dat de bedrijven die naar de Eerste Markt gaan niet noodzakelijk voor een meer gereputeerde bank kiezen.

Ook de variabelen Blockholders en Venture zijn niet significant. De hypothese dat een groter aantal blockholders onder de aandeelhouders, of de aanwezigheid van risicokapitaal, bedrijven voor een meer gereputeerde bank doet kiezen, gaat dus niet op.

4.4.2.2 Aantal lead-managers als doelvariabele

$$\text{Aantbank} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal bedrag} + \beta_2 \text{ Aantal lead/co-lead} + \beta_3 \text{ Easdaq} + \beta_4 \text{ Euro.NM} + \beta_5 \text{ Blockholders} + \beta_6 \text{ Relatieve grootte}$$

Tabel XIII : resultaten model met aantal lead-managers als doelvariabele

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	-2.36128	0.0059
Totaal bedrag	0.15228	0.0017
Aantal lead & co-lead	0.05457	0.4118
Easdaq	0.03543	0.8309
Euro.NM	0.22911	0.2792
Blockholders	0.03337	0.4191
Relatieve grootte	-0.15930	0.659

F-Value	2.47
Pr > F	0.0350
Adjusted R ²	0.1280

De doelvariabele Aantbank geeft weer door hoeveel lead-managers een IPO begeleid wordt. Het is een dummy variabele die waarde 1 krijgt wanneer er twee of drie lead-managers zijn en waarde 0 als er maar één lead-manager is.

Net als bij het model met Marktaandeel als doelvariabele bevat dit model slechts één significante variabele, namelijk Totaal bedrag. De hypothese dat bij een grotere IPO beroep gedaan zal worden op verschillende lead-managers wordt dus bevestigd.

De variabele Aantal lead en co-lead is niet significant wat erop wijst dat bedrijven niet noodzakelijk voor meerdere lead-managers zullen kiezen wanneer ze een groter aantal co-lead managers willen. Ook de dummy variabelen voor de beurzen hebben geen invloed op het aantal lead-managers.

Voor de blockholders is de IPO een belangrijke gebeurtenis. We zouden dus kunnen verwachten dat deze blockholders meerdere lead-managers willen om zeker te zijn van het succes van de IPO. Toch heeft een grotere concentratie in het aandeelhouderschap geen invloed op het aantal lead-managers: de blockholders gaan geen druk uitoefenen op het management om met meerdere lead-managers samen te werken.

4.4.2.3 Dummy BELKLEIN als doelvariabele

$$\text{Belklein} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal transactiebedrag} + \beta_2 \text{ Aantal lead/co-lead} + \beta_3 \text{ Easdaq} + \beta_4 \text{ Euro.NM} + \beta_5 \text{ Blockholders} + \beta_6 \text{ Relatieve omvang} + \beta_7 \text{ Venture}$$

Tabel XIV : resultaten model met Belklein als doelvariabele

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	0.54029	0.1264
Totaal bedrag	-0.04085	0.0407
Aantal lead & co-lead	0.04304	0.1255
Easdaq	-0.01027	0.8827
Euro.NM	0.48873	<.0001
Blockholders	-0.00029385	0.9875
Relatieve omvang	0.23492	0.1251
Venture	-0.05695	0.3392

F-Value	7.58
Pr > F	<.0001
Adjusted R ²	0.4343

De doelvariabele Belklein vertegenwoordigt hier alle IPO's waar er slechts één lead-manager is en waarbij die lead-manager Smeets, Verbaet & Co of Van Moer, Santerre & Co is. Deze IPO's kregen waarde 1 voor de dummy variabele Belklein. Een eerste vaststelling bij dit model is de opvallend lage p-waarde voor het model en de meer dan gemiddelde adjusted R².

Ook in dit model is de variabele Totaal bedrag significant. Het teken is hier echter negatief wat de bevestiging geeft van de voorgaande resultaten: wanneer het om een grotere IPO gaat willen bedrijven een gereputeerde investeringsbank. De banken die onder de categorie Smeets vallen hebben een laag marktaandeel en hebben dus een lagere reputatie. Daarom is Totaal bedrag hier negatief significant.

Wederom is het aantal lead- en co-lead-managers niet significant. Er wordt dus niet voor Smeets of Van Moer gekozen omwille van het aantal co-lead managers waarmee deze banken werken.

De lage p-waarde voor de variabele Euro.NM wijst op een sterke significantie: bedrijven die naar de Euro.NM markt van Euronext willen, verkiezen om specifiek met dit type investeringsbankier samen te werken. Een verklaring voor dit verband wordt gevonden in de specifieke kenmerken van deze markt: het gaat hier om jonge bedrijven met een sterk groeipotentieel (www.euronext.be). Dergelijke jonge bedrijven zullen het moeilijker hebben om een meer gereputeerde investeringsbank te strikken om hun IPO te begeleiden. Bankiers als Smeets, Verbaet & Co spelen hier op in en slagen er dankzij deze nichestrategie in te overleven in een IPO markt met verschillende grote spelers. Bedrijven die op Euro.NM willen noteren zullen daarom niet specifiek voor dit soort bankiers kiezen maar in vele gevallen geen andere keuze hebben. Dit verband gaat ook op in de omgekeerde richting: banken met een lagere reputatie hebben het moeilijker om een IPO te lanceren op de Eerste Markt. De keuze om met Smeets of Van Moer te werken heeft dus tot gevolg dat het zeer moeilijk wordt om het aandeel op de Eerste Markt te laten noteren.

In tegenstelling tot wat we zouden verwachten zijn de variabelen Blockholders en Venture niet significant. Dit is een vaststelling die gelijkaardig is met het niet significant zijn van deze factoren bij de regressie met Marktaandeel als doelvariabele. De hypothese dat de blockholders of venture capitalists invloed uitoefenen op de keuze van de investeringsbank gaat dus niet op.

De tweede proxy voor complexiteit Relatieve omvang is niet significant. Toch is de p-waarde al kleiner als in de voorgaande regressies. De verklaring hiervoor ligt in het feit dat de IPO's die waarde 1 hebben voor de dummy Belklein dikwijls kleine IPO's zijn.

Bij deze waarnemingen gaat het niet om grote absolute bedragen en zal de complexiteit dus meer afhangen van de relatieve omvang.

4.4.2.4 Aanwezigheid vermogensbankier bij lead-managers als doelvariabele

$$\text{Vermog} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal transactiebedrag} + \beta_2 \text{ Aantal lead/co-lead} + \beta_3 \text{ Easdaq} + \beta_4 \text{ Euro.NM} + \beta_5 \text{ Blockholders} + \beta_6 \text{ Relatieve grootte} + \beta_7 \text{ Marktaandeel}$$

Tabel XV : resultaten model met Vermog als doelvariabele

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	-1.39667	0.0865
Totaal bedrag	0.10493	0.0228
Aantal lead & co-lead	-0.00004366	0.9995
Easdaq	-0.08510	0.5974
Euro.NM	0.83366	0.0001
Blockholders	0.01889	0.6367
Relatieve grootte	-0.13964	0.6909

F-Value	3.18
Pr > F	0.0096
Adjusted R ²	0.1789

De indeling Vermog, waarop deze regressie gebaseerd is, kent aan een waarneming een waarde “1” toe als een van de lead-managers een bankier is die zich specifiek met investeringsactiviteiten bezighoudt en/of haar diensten voor particulieren beperkt tot het beheren van vermogens.²

² Het gaat in het empirisch onderzoek in deze thesis om de volgende banken: Bank Degroof, Petercam, Morgan Stanley & Co, Paribas, Smeets Verbaet & Co, Van Moer Santerre & Co, Goldman Sachs & Co, Robert Stephens International, Delen & Co, ING Barings, Merrill Lync International, Lessius en Nedee & Co.

De resultaten van dit model vertonen verschillende significante variabelen. Ten eerste zien we dat de variabele Totaal bedrag ook hier positief significant is. De IPO's die waarde 1 krijgen bij Vermog hebben gemiddeld een hoger aantal lead-managers dan de IPO's die waarde 1 krijgen van de doelvariabele Belklein. Het eerder aangehaalde positief verband tussen Totaal bedrag en Aantbank verklaart dan waarom de significantie van de variabele Totaal bedrag in dit model positief is en niet negatief zoals in het model met Belklein als doelvariabele.

Ten tweede kunnen we vaststellen dat de belangrijkste vaststelling uit het vorig model hier doorgetrokken wordt: de variabele Euro.NM blijkt ook hier positief significant. De keuze (of soms de noodzaak) om op Euro.NM te noteren zal de onderneming een belangrijke impuls geven om met een vermogensbankier samen te werken.

Een interessante opmerking hierbij is dat de variabele Easdaq in alle modellen niet significant is. Bedrijven die naar Easdaq gaan hechten dus enerzijds minder belang aan de reputatie van de bankier en kiezen anderzijds niet expliciet voor een vermogensbankier.

4.4.3 Invloed van de relatie met de investeringsbank

De variabele Huisbank werd in de voorgaande regressies niet opgenomen. De reden hiervoor was het beperkte aantal waarnemingen van deze variabele (zie 4.3.3). Omdat uit de literatuur naar voren komt dat de relatie met de bankier een belangrijke factor is zullen drie van de vier de bovenstaande regressiemodellen overgedaan worden met de meest significante variabelen en de dummy Huisbank. Het model met de dummy Belklein wordt niet opnieuw berekend: deze indeling is immers zo opgesteld dat alle ondernemingen die voor Smeets of Van Moer kiezen een waarde 0 hebben bij de dummy Huisbank. Deze dummy zal dus in dit model niet significant zijn.

4.4.3.1 Reputatie van de investeringsbank als doelvariabele

$$\text{Marktaandeel} = \alpha + \beta_1 \text{Totaal bedrag} + \beta_2 \text{Huisbank}$$

Tabel XVI : resultaten model met Marktaandeel als doelvar (met Huisbank)

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	-0.09704	0.5960
Totaal bedrag	0.00853	0.4460
Huisbank	0.12998	0.0045

F-Value	6.52
Pr > F	0.0057
Adjusted R ²	0.3061

De variabele HUISBANK heeft een positieve effect op de keuze voor een meer gereputeerde investeringsbank. De verklaring hiervoor vinden we in de vaststelling dat de traditionele allround bankiers een gemiddeld hoger marktaandeel hebben. Wanneer een bedrijf er voor kiest om met haar huisbankier samen te werken zal dat automatisch leiden tot een lead-manager met een hogere reputatie. Verder zien we dat het Totaal bedrag hier niet significant is: dit bevestigt de hypothese dat bij het opnemen van Huisbank in de regressie de invloed van andere variabelen afneemt.

4.4.3.2 Aantal lead-managers als doelvariabele

$$\text{Aantbank} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal bedrag} + \beta_2 \text{ Huisbank}$$

Tabel XVII : resultaten model met Aantal lead-managers als doelvar (met Huisbank)

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	-1.44622	0.1401
Totaal bedrag	0.10804	0.0737
Huisbank	-0.00525	09809

F-Value	1.90
Pr > F	0.1717
Adjusted R ²	0.0674

Dit model heeft een p-waarde van 0,1717 en is bijgevolg niet significant.

4.4.3.3 Aanwezigheid vermogensbankier bij lead-managers als doelvariabele

$$\text{Vermog} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal transactiebedrag} + \beta_2 \text{ Euro.NM} + \beta_3 \text{ Huisbank}$$

Tabel XVIII : resultaten model met Vermog als doelvar (met Huisbank)

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	1.05746	0.2933
Totaal bedrag	-0.01891	0.7387
Euro.NM	0.22107	0.3071
Huisbank	-0.72836	<.0001

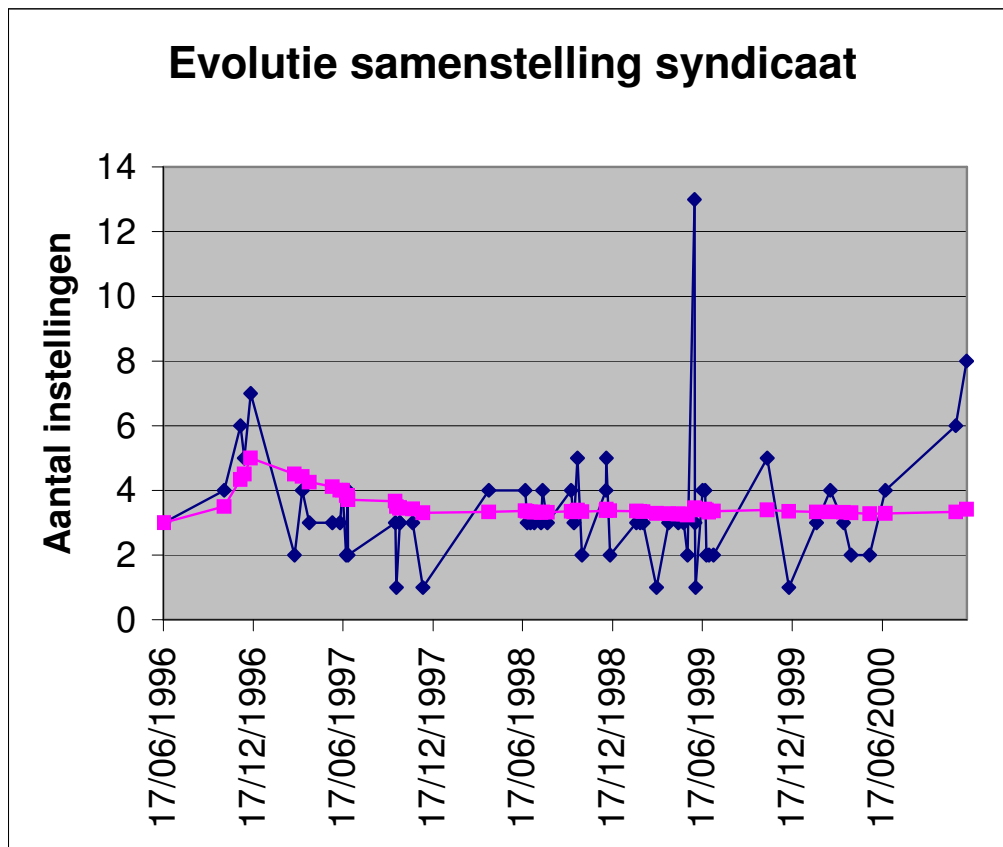
F-Value	13.46
Pr > F	<.0001
Adjusted R ²	0.5992

De variabele Huisbank is in dit model sterk negatief significant. Bedrijven die kiezen om met een vermogensbankier te werken hebben mogelijks de neiging hun huisbankier niet op te nemen onder de lead-managers. Een uitspraak hierrond doen is echter

gevaarlijk aangezien het aantal observaties van de variabele Huisbank beperkt is. Daarbij komt dat meer dan de helft van de 28 observaties de waarde 0 kregen doordat er enkel vermogensbankiers onder de lead-managers waren. Dit alles zorgt voor een vertekening van de cijfers.

4.5 Evolutie van het aantal syndicaatsleden

Zoals eerder aangehaald (zie 2.5) stellen Ritter en Chen (2000) dat de noodzaak van een uitgebreid syndicaat stilaan afneemt. Het ontstaan van grote investeringsbanken heeft er immers voor gezorgd dat deze banken zelf over voldoende distributiekkanalen en kapitaal beschikken. Enkel bij zeer grote IPO's gaan de vroegere bestaansredenen van een syndicaat, met name distributie vergemakkelijken en risicospreiding, nog op. Op basis van de gegevens van de Belgische IPO's kunnen we nu kijken of deze tendens tot het kleiner worden van het syndicaat ook opgaat voor België. Daartoe zijn in volgende grafiek het aantal syndicaatsleden per IPO weergegeven, waarbij de IPO's chronologisch gerangschikt staan. De lichte lijn geeft het gemiddeld aantal syndicaatsleden weer.



Op basis van de IPO's tussen 1996 en 2000 kan de stelling van Ritter en Chen (2000) niet bevestigd worden. Over de hele bestudeerde periode blijft het gemiddeld aantal instellingen zeer stabiel. Van een tendens tot een verkleining van het syndicaat is dus weinig te merken. Ook wanneer we de grote syndicaten van Agfa Gevaert en Interbrew uit de grafiek laten blijft het gemiddelde stabiel en treedt er geen daling op. Natuurlijk vormt deze grafiek geen bewijs aangezien hier slechts een relatief korte periode bestudeerd wordt en dergelijke bewegingen slecht na een langere periode zichtbaar worden (Ritter en Chen werkten met IPO gegevens tussen 1985 en 1998).

4.6 Mate van underpricing

In de literatuur zijn veel onderzoeken terug te vinden over de invloed van de reputatie van de investeringsbank op de mate van onderwaarden. Over de de richting van het verband is er echter geen eensgezindheid (zie 3.1.2). In deze paragraaf zal enerzijds dit verband onderzocht worden voor de Belgische IPO markt tussen 1996 en 2000.

Anderzijds zal een bredere analyse uitgevoerd worden en stellen we ons de vraag welke factoren nog van invloed zijn op de mate van onderwaardering.

4.6.1 Invloed reputatie van de bank op de mate van underpricing

Voor het berekenen van de onderlinge relatie tussen de reputatie van de investeringsbank en de mate van de onderwaardering bij de Belgische IPO's in de dataset werd als volgt te werk gegaan: de jaarlijkse marktaandelen per bank waren reeds berekend en vormen de proxy voor de reputatie van de investeringsbank. Als proxy voor de underpricing werd de return van het aandeel op de eerste dag van de notering genomen (zie ook 4.6.2). Dit is een veel gebruikte maatstaf in onderzoeken naar het verband tussen underpricing en reputatie (o.a. Beatty en Ritter, 1986; Johnson en Miller, 1988). De mate van onderwaardering werd dan op jaarlijkse basis berekend per bank, waarbij het gemiddelde genomen werd van de first-day return van de verschillende door de bank in kwestie begeleidde IPO's in dat jaar.

Wanneer deze twee reeksen tegenover elkaar geplaatst worden blijkt dat er geen verband gevonden wordt, de correlatie bedraagt namelijk $-0,05$. Hiermee wordt de stelling van Logue et al. (2002) gevolgd dat er geen verband is tussen de reputatie van de investeringsbank en de mate van onderwaardering (zie 3.1.2). De discussie over dit onderwerp is echter nog lang niet gesloten. De vraag of er een verband is tussen deze twee voorgenoemde factoren en welke richting dit verband dan zou hebben (positief of negatief) krijgt voorlopig nog geen eenduidig antwoord.

4.6.2 Multivariaat model met underpricing als doelvariabele

Ondernemingen verkiezen een zo laag mogelijke graad van onderwaardering. Wat bepaalt nu deze mate van onderwaardering? Om deze vraag te beantwoorden zal een regressiemodel opgesteld worden met underpricing als doelvariabele. Het model dat hier gebruikt zal worden is gebaseerd op dat van Garfinkel (1993).

4.6.2.1 Doelvariabele

De doelvariabele in deze regressie is de mate van onderwaardering. De proxy die hiervoor gebruikt wordt is dezelfde als in 4.6.1, namelijk de first-day return.

Tabel XIX : First-day return als proxy voor onderwaardering (summary statistics)

	Mean	Variance	Standard Deviation	Min	Max	# Obs
Firstday	0.18368	0.17756	0.42138	-0.229487	2.75	61

De gemiddelde first-day return van de Belgische IPO's in de periode 1996-2000 bedraagt 18,37%. De kleinste waarneming is die van Barconet. De spectaculaire hoogste waarneming vinden we bij Netvision (nu Ubizen) met een return op de eerste noteringsdag van 275%.

4.6.2.2 Onafhankelijke variabelen

In het model opgesteld door Garfinkel (1993) worden zes onafhankelijke variabelen gebruikt: Totaal bedrag, de verhouding van het aantal nieuw gecreëerde aandelen ten opzichte van het totaal aantal aandelen (NIEUWAAN), de market-to-book ratio, de leeftijd van de onderneming, de reputatie van de investeringsbank en het rendement van de beurs één jaar voor de IPO (RENDBRU).

4.6.2.3 Correlatiematrix

Er worden geen opvallend hoge correlaties vastgesteld. De hoogste waarde is deze tussen Totaal bedrag en Marktaandeel. Deze wordt ook teruggevonden in de vorige correlatiematrix. De verklaring is dus weer dezelfde: Marktaandeel is berekend op basis van transactiebedragen, een verband tussen deze twee variabelen is dus niet onlogisch.

Tabel XX : Correlaties tussen de variabelen

	Totaal bedrag	Nieuwaan	Leeftijd	Mb-ratio	Rendbru	Marktaandeel	Firstday
Totaal bedrag	1	-0,3331	0,1396	-0,1064	-0,062	0,5409	-0,0649
Nieuwaan	-0,3331	1	-0,2729	0,2554	-0,0136	-0,3581	-0,0894
Leeftijd	0,1396	-0,2729	1	-0,3474	0,1653	0,1627	-0,1518
Mb-ratio	-0,1064	0,2554	-0,3474	1	-0,068	-1564	0,2765
Rendbru	-0,062	-0,0136	0,1653	-0,068	1	0,1638	0,1298
Marktaandeel	0,5409	-0,3581	0,1627	-0,1564	0,1638	1	0,0104
Firstday	-0,0649	-0,0894	-0,1518	0,2765	0,1298	0,0104	1

4.6.2.4 Regressie

$$\text{Firstday} = \alpha + \beta_1 \text{ Totaal transactiebedrag} + \beta_2 \text{ Nieuwaan} + \beta_3 \text{ Mb-ratio} + \beta_4 \text{ Leeftijd} + \beta_5 \text{ Marktaandeel} + \beta_6 \text{ Rendbru}$$

Tabel XXI : resultaten model met mate van onderwaardering als doelvar

	Parameter estimate	Pr > t
Intercept	0.59771	0.3960
Totaal bedrag	-0.02333	0.5665
Nieuwaan	-0.53675	0.1367
MB-ratio	-0.03700	0.3739
Leeftijd	0.023346	0.0400
Marktaandeel	0.30660	0.2417
Rendbru	0.06574	0.8941

F-Value	1.49
Pr > F	0.2006
Adjusted R ²	0.0481

Het overzicht van de regressieresultaten in tabel XXI toont onmiddellijk dat dit model niet significant is. Ook de adjusted R² is zeer ongunstig. Hierdoor mogen we geen uitspraken doen over de significantie van de variabelen. De mate van onderwaardering deze dataset wordt dus niet verklaard volgens het model van Garfinkel (1993).

De oorzaak van het niet significant zijn van dit model in deze analyse is hoogstwaarschijnlijk het gevolg van de specifieke samenstelling van de dataset. Langs de ene kant zijn er de gevestigde bedrijven zoals Agfa Gevaert of Interbrew die hun groei willen bestendigen met een beursgang. Langs de andere kant vinden we de technologiebedrijven die een hoge mate van onzekerheid met zich meebrengen. De combinatie van deze twee soorten bedrijven in één set maakt het moeilijk een geschikt model op te stellen. Een oplossing hiervoor is het uitsplitsen van de dataset in twee groepen. Dit zou ons echter te ver leiden en is niet meer relevant voor deze thesis

aangezien de investeringsbanken enkel invloed hebben op hun reputatie en niet op de andere onafhankelijke variabelen in dit model.

4.7 Conclusie

Dit hoofdstuk had tot doel te kijken of de verschillende verbanden die in de theorie naar voor komen omtrent de keuze van de investeringsbank(en) bij een beursintroductie ook opgaan voor de Belgische IPO markt. De empirische analyse werd gedaan op basis van de gegevens van alle Belgische IPO's tussen 1996 en 2000. Zoals reeds aangegeven werd verschild de samenstelling van deze dataset in belangrijke mate van de gegevens waarop onderzoeken in het verleden uitgevoerd werden. De aanwezigheid van technologiebedrijven heeft tot gevolg dat niet alle modellen een goede betrouwbaarheid en/of verklarende kracht hadden.

Voor het bepalen van de relevantie van de verschillende mogelijke beïnvloedende factoren die uit de literatuurstudie naar voren kwamen werd de dataset op drie verschillende manieren opgedeeld in twee groepen, waarna een logistische regressie naar deze opdelingen gedaan werd, alsook een regressie naar de reputatie van de investeringsbank. De variabelen in deze regressies bestonden uit een aantal proxies die toelieten begrippen als reputatie of complexiteit van de transactie, numeriek uit te drukken.

Wat kwam er nu naar voor uit deze regressies? Allereerst werd gekeken wanneer een onderneming voor een meer gereputeerde investeringsbank kiest. Hier bleek enkel het totale transactiebedrag van invloed te zijn. Een eerste factor waar een onderneming dus rekening mee houdt bij de keuze van haar investeringsbank is de reputatie van de investeringsbank. Wanneer het transactiebedrag toeneemt zal de voorkeur uitgaan naar een meer gereputeerde investeringsbank.

Vervolgens werd nagegaan wat een bedrijf ertoe drijft met één of meerdere lead-managers te werken. Hier bleek wederom de omvang van de transactie significant. Een toename van dit bedrag zal dus niet enkel invloed hebben op reputatie van de bank waarmee de onderneming samenwerkt maar ook op het aantal lead-managers. Een

tweede factor die van invloed is op de keuze van de investeringsbank bij een IPO is aldus het aantal collega lead-managers waarmee een bank bereidt is samen te werken.

De volgende twee regressies gingen dieper in op de keuze voor een echte vermogensbankier of meer een allround bankier. De logistische regressie naar de dummy Belklein leert ons dat bedrijven die naar de Euro.NM beurs gaan dikwijls met dit soort bankiers samenwerken. Hierbij gaat het dikwijls om een evidentie, en niet om een specifieke keuze van een bedrijf dat naar Euro.NM gaat om met zo'n bankier te werken. Euro.NM is immers een beurs voor jonge bedrijven en deze bedrijven vinden in vele gevallen enkel bankiers van de categorie Huisbank bereid om hun IPO te begeleiden. Het verband gaat ook op in de omgekeerde richting: kleine bankiers hebben het moeilijker het vertrouwen van de beleggers te winnen en zullen er dus moeilijker in slagen een bedrijf op de Eerste Markt te introduceren.

De tweede regressie naar de keuze om met een vermogensbankier samen te werken is deze naar de dummy VERMOG. Hier worden grotendeels dezelfde resultaten bekomen als bij de vorige regressie. De regressie naar de aanwezigheid van een vermogensbankier leert ons verder dat de reputatie van de bank een negatief verband vertoont met het samenwerken met een dergelijke bankier. Vermogensbankiers worden dus vooral gekozen omwille van hun expertise en ervaring, bij allround bankiers zal de reputatie ook meespelen.

Algemeen Besluit

Hier formuleert u het algemeen besluit van uw thesis.

Bijlagen

Bijlage 1 : Jaarlijkse marktaandeel investeringsbanken

Melexis							29388070	29388069,9			58776140
City Bird Holding	17467240						17467240				34934480
Option International	23034314,22										23034314
	114635662	11383271	307805045	34939006	18142930	6197338	65224220	29388070	5196468	5196468	598108478
1997	0,191663664	0,019032118	0,514630801	0,058415835	0,030334	0,010362	0,109051	0,049135016	0,008688	0,008688	

Bijlage 2 : Titel bijlage

Indelingen van de dataset

Lijst van Figuren

Error! No table of figures entries found.

Lijst van tabellen

Tabel I : Jaarlijks marktaandeel (summary statistics)	51
Tabel II : Venture capital (summary statistics).....	56
Tabel III : Totaal bedrag en relatieve grootte (summary statistics)	54
Tabel IV : Aantal lead- en co-lead managers (summary statistics).....	55
Tabel V : Huisbankier (summary statistics)	56
Tabel VI : Beurs waarom bedrijf gaat noteren (summary statistics).....	58
Tabel VII : Blockholders (summary statistics)	57
Tabel VIII : Correlaties tussen de variabelen	1
Tabel IX : resultaten model met Marktaandeel als doelvar.....	61
Tabel X : resultaten model met aantal lead-managers als doelvar.....	63
Tabel XI : resultaten model met Smeets als doelvar	64
Tabel XII : resultaten model met Vermog als doelvar	66
Tabel XIII : Correlaties HUISBANK met ander variabelen	Error! Bookmark not defined.
Tabel XIV : Correlaties HUISBANK met doelvar	Error! Bookmark not defined.

Bronnen

Geraadpleegde papers

Huyghebaert N., Van Hulle C. (2003). *Structuring the IPO: empirical evidence on the primary and secondary portion*.

Boeken

Vertonghen R., Lefebvre C. (2002). *Vennootschapsboekhouden*. Acco. pp 573.

Arkebauer J. (1998). *Going Public*. Dearborn.

Hall M., Knapp J. & Winston Ch. (1961). *Distribution in Great Britain and North America. A study in Structure and Productivity*. University Press London. pp 232.

Geraadpleegde tijdschriften

Boyd H.W. & Piercy I. (1963). Marketing to the British Consumer. *Business Horizons*, 6(1), pp 77-86.

Artikel in boek

Taylor B. Financing Tables and the Future. In: Taylor B. (1970). *Investment Analysis and Portfolio Management*. St. Martin's Press. pp 378-386.

Interne nota's en wetteksten