

Ajax naar de effectenbeurs

Dr. N.L. van der Sar

1 Inleiding

Het aandeel Ajax noteerde aan het slot van de eerste handelsdag 11 mei 1998 op de Amsterdamse Effectenbeurs een koers van 30,3 gulden. Gegeven de introductieprijs van 25 gulden leverde verkoop van de toegewezen hoeveelheid bij inschrijving dus een initieel rendement op van 21,2%, en indien gecorrigeerd voor marktbevingen zelfs nog iets meer, namelijk 21,4%. Een voor de hand liggende vraag is waardoor dit hoge initiële rendement is teweeggebracht, en ook of dit niet had kunnen worden voorzien. Anders gesteld: hebben we hier te maken met een voorspelbare manifestatie van bij aandelenintroducties (stelselmatig) rationeel dan wel irrationeel gedrag van een of meerdere betrokken marktpartijen? Of is er bij de beursgang van Ajax in plaats daarvan of daarnaast sprake geweest van een incidenteel te lage prijsstelling? Op deze en soortgelijke vragen zullen we hier ingaan.

In dit artikel staat de beursgang van Ajax centraal met natuurlijk in het bijzonder aandacht voor de introductiekoers. We zullen aangeven hoe vooraf kan worden vastgesteld of de keuze van 25 gulden voor Ajax zich op een juiste manier verhoudt tot de marktwaarde bij notering, waarover dus nog geen zekerheid bestaat. Dit verschaft inzicht in niet alleen welke aspecten van betekenis kunnen worden genoemd bij verwachtingsvorming maar ook welke denkfouten daarbij mogelijk zijn. Zo zullen we laten zien dat een oordeel vooraf meer vereist dan het bepalen van de koers/winst-verhouding op basis

van de introductiekoers in combinatie met het aantal uitstaande aandelen na introductie en het in het prospectus vermelde resultaat na belastingen over de eerste helft van het boekjaar 1997/1998.

De opbouw is als volgt. In paragraaf 2 leiden we met behulp van de door Van Hoeijen en Van der Sar (1999) geschatte relatie tussen enerzijds het initiële rendement en anderzijds de koers/winst-verhouding en het aantal doelen van de introductie een voorspelling af voor het onderpricing-niveau, gerechtvaardigd door de ex-ante onzekerheid over de marktwaarde van de aandelenintroductie van Ajax. Tevens besteden we in dit verband aandacht aan de betekenis van incidentele factoren bij Ajax. Paragraaf 3 richt zich op de bepaling van de koers/winst-verhouding op basis van het toekomstbeeld voor Ajax. In paragraaf 4 schatten we een genormaliseerde waarde voor de verwachte nettowinst, het laatste benodigde cijfer om te komen tot een oordeel over de gestelde introductiekoers van 25 gulden. Ten slotte evalueren we in paragraaf 5 de belangrijkste conclusies.

2 Underpricing

De meest bekende anomalie bij aandelenintroducties waarvoor over de gehele wereld empirische ondersteuning bestaat is het verschijnsel 'underpricing' (vergelijk Ibbotsen en Ritter, 1995, voor een recent overzicht van desbetreffende studies). De koers van aandelen bij officiële notering aan een effectenbeurs blijkt gemiddeld genomen opvallend veel hoger te zijn dan de introductiekoers. Het initiële rendement gemeten in afwijking van de markt (IRA), dat betrekking heeft op de periode van vaststelling introductie-

Dr. Nico L. van der Sar maakt deel uit van de capaciteitsgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

koers tot en met slot van de eerste handelsdag, is door Van Hoeijen en Van der Sar (1999) bepaald op 7,8% over 81 aandelenintroducties in Nederland gedurende 1980-1996. De meest plausibele verklaring voor de persistente aanwezigheid van het underpricing-fenomeen berust op informatie-asymmetrie onder beleggers en daaruit voortvloeiend strategisch gedrag, gebaseerd op rationele overwegingen (vergelijk Rock, 1986 en ook Beatty en Ritter, 1986). Het uiteindelijke resultaat is een 'korting' op de prijs, dit in relatie met de ex-ante onzekerheid over de beurswaarde van een aandelenintroductie. De aanvaarding van underpricing als een gebruikelijk verschijnsel, waarop dus van te voren kan worden geanticipeerd, houdt echter niet in dat het gemiddelde niveau van 7,8% geschikt is voor applicatie bij Ajax. Immers, Ajax is niet bepaald representatief voor aandelenintroducties in Nederland. Een in dit verband belangrijke implicatie van het model van Rock (1986) is die van een hoger underpricing-niveau bij meer ex-ante onzekerheid. Namelijk de mate waarin bepaalde kenmerken van de onderneming en van de introductiewijze een regulier effect sorteren op ex-ante onzekerheid bij aandelenintroducties, kan als basis dienen voor het afleiden van een voorspelling van het underpricing-niveau bij Ajax. Zo'n door rationele overwegingen gerechtvaardigde verwachting is vanzelfsprekend behoudens incidentele factoren.

Van Hoeijen en Van der Sar (1999) hebben voor 81 aandelenintroducties op de Amsterdamse Effectenbeurs gedurende 1980-1996 onderzocht welke variabelen significant zijn in een multiple regressie met het initieel rendement aangepast voor marktbevingen IRA als afhankelijke variabele. De uitkomst van hun cross-sectieanalyse is de volgende met OLS geschatte vergelijking:

$$(1) \quad IRA_i = 0,865 + 0,023 KW_i + 5,432 (DOELEN_i - 1) \\ (0,350) \quad (3,750) \quad (3,561) \\ -10,494 D_{C_i} + 19,732 D_{FD_i} + e_i \\ (-3,161) \quad (3,800)$$

waarbij de coëfficiënten zijn uitgedrukt in procenten, i staat voor de betreffende aandelenintroductie, e_i voor het residu en de t -waarden tussen haakjes zijn vermeld. De verklaringskracht van deze vergelijking is niet gering, gezien de adjusted R^2 van 40,1%. Wat betreft de verklarende

variabelen het volgende. De koers/winst-verhouding KW is bepaald op basis van de introductiekoers en de winst per aandeel over het meest recente afgelopen boekjaar, exclusief het effect van eventueel nieuw geëmitteerd aandelenvermogen. De koers/winst-verhouding kan worden geïnterpreteerd als groei-indicator (vergelijk de volgende paragraaf voor een argumentatie). Een hoge waarde voor KW wijst dan op een hoge verwachte groei die vaak vergezeld gaat met een grote mate van onzekerheid ten aanzien van de realisatie daarvan in de toekomst. Het significante positieve effect van KW op IRA kan dus worden gezien als ondersteuning voor het model van Rock (1986). Het aantal DOELEN-1 verwijst naar het aantal motieven van de aandelenintroductie zoals vermeld in het introductiebericht of prospectus verminderd met 1 (ter normalisatie). Beatty en Ritter (1986) beredeneerden als eersten dat een grotere ex-ante onzekerheid over de beurswaarde mag worden verwacht in het geval van een groter aantal DOELEN. Het significante positieve effect van deze ex-ante onzekerheidsproxy is in overeenstemming met het model van Rock (1986). Voor een toelichting op de twee dummy-variabelen (met $D_C = 1$ in het geval van een claimintroductie, $D_{FD} = 1$ als de betreffende onderneming behoort tot de sector van financiële dienstverlening, anders = 0) verwijzen we naar Van Hoeijen en Van der Sar (1999). Dit vanwege de praktische irrelevantie voor Ajax waarnaar onze interesse uitgaat. Welnu, belangrijk voor ons is dat de geschatte relatie (1) kan worden gebruikt om een voorspelling af te leiden voor het underpricing-niveau bij Ajax, en wel door de op het moment van prijsbepaling bekende waarden KW, DOELEN-1, D_C en D_{FD} voor Ajax in (1) te substitueren.

De bepaling van het relevante cijfer voor KW bij Ajax is niet helemaal vanzelfsprekend (vergelijk ook paragraaf 3). Als wordt uitgegaan van een introductiekoers van 25 gulden en een totaal aan aandelen van 4,95 miljoen/27% uitstaande na de introductie, dan kan de beurswaarde worden bepaald op 458 miljoen gulden. Echter, doordat de opbrengst $25 \cdot 4,95 = 123,75$ miljoen gulden van de aandelenintroductie niet verdwijnt in de zakken van de leden van de vereniging maar volledig wordt gestort in de kas van de NV, komt deze introductie overeen met een 100%-emissie van nieuwe aandelen. Gelet op het feit dat een

emissie van nieuwe aandelen leidt tot verwatering van de winst lijkt het uit consistentie-overwegingen verantwoord om de berekeningswijze van de koers/winst-verhouding te baseren op bekende input-waarden die beide betrekking hebben op het moment voor introductie. De marktwaarde van Ajax zonder emissie kan dan worden bepaald als $458 - 123,75 = 334,25$ miljoen gulden. De nettowinst over het meest recente afgelopen boekjaar (1996/1997) voorafgaand aan de beursintroductie bedraagt voor Ajax 12.899 miljoen gulden. Het quotiënt van 334,25 en 12,899 is 25,9, een waarde gelegen iets boven de gemiddelde koers/winst-verhouding van dat moment op de Amsterdamse Effectenbeurs. Het aantal DOELEN van de aandelenintroductie ontlenuen we aan het introductiebericht tevens prospectus van AFC Ajax N.V. Daarin wordt (op pagina 39) vermeld dat de N.V. de netto-opbrengst verwacht te gebruiken bij de uitbouw, zowel nationaal als internationaal, van haar bestaande bedrijfsactiviteiten, waarbij het met name gaat om investeringen in de jeugdopleiding, scouting en merchandising, drie dus in totaal. (Overigens wordt in het analistenrapport van ABN Amro Rothschild, p. 3, nog melding gemaakt van een hier niet genoemd vierde doel, namelijk dat van deelneming in andere voetbalverenigingen.) Voor de dummy-variabele D_c geldt de waarde 0, omdat Ajax geïntroduceerd is volgens de vaste-prijstechniek. En ten slotte, dat $D_{FD} = 0$ voor Ajax spreekt vanzelf. Invullen van de berekende waarden in (1) leidt vervolgens tot het voor marktbewegingen aangepaste initiële rendement $IRA = 12,3\%$. Dit is het underpricing-niveau dat wordt gerechtvaardigd door de ex-ante onzekerheid over de beurswaarde van Ajax, zoals weerspiegeld door de 'proxies' KW en DOELEN-1. In vergelijking met het gemiddelde van 7,8% over 1980-1996 dus meer dan anderhalf keer zoveel. Overigens: het al dan niet aanpassen voor marktbewegingen scheelt slechts enkele tienden van een procent en heeft dus nauwelijks invloed op de hoogte van het initiële rendement.

Maar onze modelmatig onderbouwde voorspelling van 12,3% blijkt veel lager te zijn dan de gerealiseerde waarde van 21,4%. In feite bestaan hiervoor twee mogelijke verklaringen. De eerste betreft aspecten bij de beursgang van Ajax die wel verband houden met ex-ante onzekerheid, terwijl ze – in ieder geval ogenschijnlijk – niet

zijn begrepen in de berekening. De wijze waarop het verwachte underpricing-niveau van 12,3% is bepaald, houdt geen rekening met een mogelijk effect van incidentele factoren op de ex-ante onzekerheid bij Ajax. In de door Van Hoesen en Van der Sar uitgevoerde regressie, met als resultaat (1), vallen 'random'-effecten tegen elkaar weg in het gemiddelde. Daarmee is echter nog niet gezegd dat ieder residu e_i ($i = 1, \dots, 81$) apart gelijk is aan nul, laat staan dat dit geldt voor Ajax. Onze aandacht hiervoor is natuurlijk niet zonder reden. Ondanks dat de op basis van reguliere factoren voorspelde waarde van 12,3% ruim boven de gemiddelde realisatie van 7,8% ligt, zijn er bij Ajax, zo denken wij, bovendien specifieke of incidentele factoren aanwezig die een nog hogere voorspelling voor het underpricing-niveau rechtvaardigen, dit vanwege een onzekerheidsverhogende werking. De belangrijkste hiervan heeft betrekking op het feit dat Ajax de eerste betaald-voetbalorganisatie is die in Nederland naar de beurs wordt gebracht. Praktisch gesproken ontbreekt het dus aan geschikt vergelijkingsmateriaal, een hoedanigheid die internationaal gezien ook blijkt te gelden. Omdat het er daarmee niet gemakkelijker op wordt om vooraf de juiste beurswaarde te bepalen, bestaat er dienaangaande meer ex-ante onzekerheid. Bijgevolg moet 12,3% worden beschouwd als een onderschatting en kan een hogere waarde worden verwacht. Blijft natuurlijk wel het probleem hoe het effect van incidentele factoren op een wetenschappelijk verantwoorde wijze kan worden gekwantificeerd.

De tweede mogelijke verklaring is die van een te laag gestelde introductiekoers. Over de eventualiteit daarvan komen we nader te spreken in paragraaf 4.

3 Koers/winst-verhouding

Wat betreft de beoordeling van beursgenoteerde ondernemingen in het algemeen wordt dikwijls belang gehecht aan de koers/winst-verhouding KW. Dit kengetal brengt tot uitdrukking de prijs die een belegger betaalt bij aankoop van een aandeel voor een gulden winst per aandeel en wordt in de praktijk vaak gebruikt als waardeeringsmaatstaf. Normaal gesproken gaat het daarbij om het quotiënt van de huidige aandelenkoers en de nettowinst die het meest recent is gerealiseerd, dus over het afgelopen boekjaar. In

het geval van een incidenteel hoog of laag niveau voor het winstcijfer kan dat worden vervangen door een (te schatten) genormaliseerde waarde. Reden hiervoor is natuurlijk dat het gebruik van KW als waarderingsmaatstaf pas zin heeft als dit kengetal niet betrekking heeft op het verleden maar in plaats daarvan gerelateerd is met de verwachte winstontwikkeling en het bijbehorende risico. Om te komen tot een voorspelling van het underpricing-niveau bij Ajax is in de vorige paragraaf KW vastgesteld op 25,9. Als uitgangspunt diende daarbij de introductiekoers van 25 gulden. Is die juist gekozen dan ligt de beurskoers daar naar verwachting boven en geldt voor KW als waarderingsmaatstaf net zo goed een niveau hoger dan 25,9. Wordt daarbij uitgegaan van het underpricing-niveau 12,3% dat op basis van reguliere factoren kan worden verwacht bij Ajax, dan resulteert $KW = 29,1$. Gelet op de grote waarschijnlijkheid van specifieke factoren bij Ajax met een ex-ante onzekerheidsverhogende werking mag deze waarde worden beschouwd als een onderschatting. Gegeven een gemiddelde koers/winst-verhouding van tegen de 25 op de Amsterdamse Effectenbeurs begin mei 1998 lijkt een waarde rond de 30 niet vreemd, tenminste als de introductiekoers juist gekozen is. Echter, dat laatste weten we niet zeker.

Vandaar een andere, meer formele, benadering van KW, namelijk aan de hand van het constante groeiemodel. In een situatie van harmonische groei kan KW, waarmee bedoeld is het quotiënt van de huidige koers (gezien als de contante waarde van de rationeel verwachte dividendstroom), en de eerstvolgende verwachte winst per aandeel worden geschreven als

$$KW = \delta / (r - g)$$

waarbij δ staat voor de constante fractie van de winst per aandeel die zal worden uitgekeerd in de vorm van dividend, r voor de discontovoet (waarin het risico van de opbrengstenstroom ligt opgeslagen) en g voor de verwachte groeivoet. Naar het inzicht van begin mei 1998, dus voor de aandelenintroductie, schatten we deze modelparameters en vervolgens KW.

Als eerste het uitkeringspercentage δ . Volgens het prospectus streeft Ajax een stabiel dividend-beleid na met thans het voornemen 25% tot 35%

uit te betalen van de nettowinst. Praktisch gesproken wijkt men daarmee niet af van de gemiddelde beursintroductie.

Als tweede de relevante discontovoet r . Ajax, zo kan men stellen, kent een aantal 'vaste waarden'. Met de ingebruikname van het nieuwe voetbalstadion, de ArenA, is Ajax verzekerd van aanzienlijke opbrengsten uit onder meer de toeschouwersaantallen. Let wel, het aantal seizoenkaarthouders bedraagt 42.000 met daarbij een wachtlijst van ongeveer 6.000. Daarnaast heeft Ajax op sportief gebied een indrukwekkend track-record opgebouwd en mag al jarenlang als marktleider in Nederland worden beschouwd. Onder meer dit rechtvaardigt de verwachting van jaarlijkse deelname aan de buitengewoon lucratieve Champions League. Bovendien blijkt Ajax een kwaliteitsrijk bestuur te hebben. Zo heeft de club zich keurig hersteld van het bijna bankroet ongeveer 10 jaar geleden. Ook het Bosman-arrest van enige jaren terug lijkt verwerkt, zonder een structurele aantasting van haar positie (let wel, het negatief effect wordt geschat op ten minste 40 miljoen gulden aan misgelopen vergoedingssommen bij transfers van spelers). Op grond van voornoemde overwegingen lijkt het risico van de winststroom en dus ook de relevante discontovoet voor Ajax niet bijzonder groot. Overigens achten wij het gevaar van mogelijke toekomstige veranderingen in de nationale en internationale wet- en regelgeving niet zonder betekenis, maar het getoonde aanpassingsvermogen inzake het Bosman-arrest mag geruststellend heten. Wat betreft allerlei voorbeelden van koersreacties op de London Stock Exchange in relatie met blessures en (ver)koop van spelers, perikelen rond trainers, enzovoort het volgende. Een met Ajax vergelijkbare betaald-voetbalorganisatie moet aanhoudend behoren tot de Europese top. Van de op andere effectenbeurzen genoteerde clubs (ruim twintig in Londen, vier in Kopenhagen, één in Milaan en één in Zürich) komt daarvoor eigenlijk alleen Manchester United in aanmerking en dat nog maar tot op zekere hoogte. Het is daarom onjuist te veronderstellen dat het aandeel Ajax in dezelfde mate wordt blootgesteld aan de risico's die relevant zijn voor de gemiddelde Britse voetbalclub met een beursnotering.

Als derde de verwachte groeivoet g . Wat de voetbalactiviteiten betreft behoort Ajax tot de

meest succesvolle clubs in Europa. Groeikansen voor de thuismarkt lijken vooral internationaal aanwezig. Vandaar dat Ajax (een deel van) haar inspanningen richt op het internationaal uitbouwen van zowel de jeugdopleiding als het scouting-netwerk. Continuering van een positie aan de top van het Europees betaald voetbal is van belang uit hoofde van de aantrekkelijkheid van Ajax als partner in verband met sponsoring en reclame en ook media-activiteiten. De daarmee samenhangende inkomsten zullen naar verwachting toenemen. Aanzienlijke groeimogelijkheden blijken er te bestaan op het gebied van merchandising. Daarbij gaat het om de exploitatie van producten waaraan symbolen zijn verbonden die associatie met Ajax wekken. De naam en het logo van Ajax genieten wereldwijde herkenning. Niet alleen het assortiment artikelen zal worden verbreed, maar ook het distributienetwerk zal worden vergroot. De implementatie van de strategie gericht op toekomstige groei wordt mogelijk gemaakt door de aandelenemissie waarvan de opbrengst voornamelijk zal dienen voor de benodigde financiering. Dus een tamelijk hoge verwachte groeivoet is aannemelijk.

Welnu, voor het uitkeringspercentage δ nemen we het midden van de range (25%-35%), dus 30%. Uitgaande van een vergelijkenderwijs niet bijzonder hoge discontovoet en een tamelijk hoge verwachte langetermijngroeivoet, stellen we het verschil $r-g$ op 1%. Substitutie van de gekozen waarden geeft $KW = 30$. Hoewel het constante groeimodel een abstractie is van de werkelijkheid en de vastgestelde waarden voor de modelvariabelen niet met zekerheid juist zijn, is wel duidelijk dat een waarde van KW rond de 30 voor Ajax plausibel is (dat wil zeggen begin mei 1998).

4 Introductiekoers

Wil men een oordeel kunnen vellen over de introductiekoers van Ajax, dan moeten de inputwaarden van het waarderingsmodel representatief zijn voor de toekomstige situatie. Vanuit dat perspectief is in paragraaf 3 beargumenteerd dat voor KW een waarde van rond de 30 aannemelijk is. Met behulp van een schatting voor de eerstvolgende nettowinst per aandeel kan hieruit een voorspelling voor de beurskoers worden afgeleid. Of de gekozen introductiekoers ten bedrage van 25 gulden passend is, kan worden vastgesteld

door daarop het verwachte underpricing-niveau in mindering te brengen, vergelijk paragraaf 2. Het bepalen van het relevante nettowinstcijfer is echter geen vanzelfsprekendheid. Indachtig het constante groeimodel moet het namelijk representatief zijn voor de verdere winstontwikkeling van Ajax. Probleem daarbij is hoe moet worden omgegaan met de netto-opbrengst van 123,75 miljoen gulden, zeg maar uit de emissie van 4,95 miljoen aandelen. Immers, die is niet meteen productief. Vandaar dat een genormaliseerd winstcijfer moet worden gehanteerd. Een voor de hand liggend uitgangspunt voor de vaststelling daarvan is een ongewijzigde winst per aandeel, dat wil zeggen voor en na introductie hetzelfde. Dat leidt tot een nettowinstbedrag van 17,670 miljoen gulden (dit over $4,95/27\%$ miljoen aandelen na introductie, komt overeen met 12,899 miljoen gulden over $4,95/27\% - 4,95$ miljoen aandelen voor introductie, in beide situaties dus 0,96 gulden per aandeel).

Een niet gering bedrag zo lijkt het, zeker in vergelijking met schattingen van de voorziene nettowinst, zoals vermeld in het analistenrapport van ABN Amro Rothschild die optrad als Global Coordinator en Bookrunner van de aandelenintroductie. Volgens dat rapport werd een niet-positieve nettowinst verwacht over het boekjaar 1997/1998 (dat loopt van 1 juli tot en met 30 juni), rond de 5 miljoen gulden over 1998/1999 en zo'n 12 miljoen gulden over 1999/2000. Echter, niet vergeten mag worden dat de berekende 17.670 miljoen gulden een genormaliseerd winstcijfer betreft, dat aansluit op of precieser gezegd het denkbeeldige startpunt vormt van de voorziene groei-ontwikkeling volgens het constante groeimodel.

Wordt uitgegaan van een KW van 30, dan resulteert voor de beurskoers een voorspelde waarde van 28,9 gulden (afgerond). In het geval van een introductiekoers van 25 gulden geldt dan een verwacht bijbehorend underpricing-niveau van 15,7% (afgerond), waarvan 3,3% (afgerond) toe te schrijven is aan specifieke factoren. Niet zo veel dus. Hiermee zijn we rond, alleen wel met een conclusie die enigszins afwijkt van ons idee bij aanvang. De vaststelling van de introductiekoers op 25 gulden lijkt niet onlogisch. Maar de genormaliseerde winst die door ons bepaald is op 17,670 miljoen gulden, kan zeker niet als laag

worden beschouwd. Daarmee vervalt dan ook de eerder geopperde mogelijkheid van 25 gulden als een te lage prijsstelling bij introductie. Dat mag toch verrassend heten gezien de enorme publiciteit bij de introductie van Ajax en de grote schade die de reputatie van de betrokken underwriter ABN Amro Rothschild bijgevolg kan oplopen bij een te agressieve prijsstelling (overigens: mocht de rol van de ABN Amro als sponsor van Ajax enig verband houden met de introductie, ook dan zou eerder een conservatieve prijsstelling te verwachten zijn).

5 Slotevaluatie

Net zoals bij andere introducties aan de Amsterdamse Effectenbeurs, is voor de eerste dag van verhandeling onbekend wat de door beleggers aan aandelen Ajax toegekende marktwaarde zal zijn; immers een track-record in vorm van historische koersen ontbreekt. Ook de vaststelling van de introductiekoers op 25 gulden ongeveer een week voor de eerste handelsdag biedt hiervoor geen oplossing. De beurskoers komt daar normaal gesproken boven te liggen (underpricing), maar men weet vooraf niet hoeveel. Daarbij is het dan nog maar de vraag of de introductiekoers wel op het 'juiste' niveau gekozen is. Voor een goed begrip van deze (zeg maar prijsvormings)problematiek is inzicht nodig in het proces van verwachtingsvorming en daaruit voortvloeiend strategisch gedrag van de betrokken marktpartijen. De consequenties betreffen natuurlijk de direct belanghebbenden bij de introductie van Ajax maar ook (de efficiëntie van) het functioneren van de introductiemarkt inzake een betaald-voetbalorganisatie, als bedrijfstak voor het eerst op de Amsterdamse Effectenbeurs.

In ons empirisch onderzoek is uitgegaan van informatie met betrekking tot de NV Ajax en het introductieproces, alles bekend voor de eerste dag van notering. De belangrijkste uitkomsten zijn:

- 1 25 gulden als introductiekoers is een logische keuze;
- 2 voor de beurskoers aan het slot van de eerste dag van notering geldt een voorspelde waarde van 28,9 gulden (afgerond); en
- 3 van het bijbehorende verwachte underpricing-niveau groot 15,7% (afgerond) komt 12,3% (afgerond) voor rekening van reguliere

factoren en kan 3,3% (dus de rest, ook afgerond) worden toegeschreven aan specifieke factoren (met als meest kenmerkende de voor de Amsterdamse Effectenbeurs nieuwe bedrijfstak van betaald-voetbalorganisaties).

Maakt men een vergelijking met de in werkelijkheid totstandgekomen koerswaarden, dan blijkt dat de op de eerste handelsdag gerealiseerde slotkoers van 30,3 gulden aanvankelijk hoger is dan de verwachte 28,9 gulden, maar ook dat de terugval in korte tijd daarna tot 26 à 27 gulden veel groter is dan de 1,9% die over de eerste maand gebruikelijk is (zie Van Hoeijen en Van der Sar, 1999). Een verklaring hiervoor moet worden gezocht in de aanwezigheid van overoptimisme in combinatie met een bij velen bestaand kortetermijnwinststreven. Een indicatie in dit verband is de enorme back-flow (op de eerste handelsdag notabene zo'n 27,4%, geen dubbeltelling!), voornamelijk afkomstig van particuliere beleggers (waaronder nogal wat nieuwelingen, te weten supporters van Ajax). Uit het koersverloop nadien kunnen minder eenvoudig conclusies ten aanzien van de introductie worden getrokken. Wel is duidelijk dat onder meer de affaire rond de gebroeders De Boer en vooral de uitschakeling in de Champions League hebben geleid tot een forse (directe) aanpassing van de verwachte langetermijn cash flow-ontwikkeling in benedenwaartse richting. Ondanks dat de plaatsingsmogelijkheden voor de lucratieve Champions League inmiddels zijn uitgebreid, is klaarblijkelijk het geloof in handhaving van een positie aan de Europese top met de bijbehorende winsten aangetast, getuige het koersniveau van uiteindelijk rond de 20 gulden in december 1998. Onverwacht snel allemaal, maar dat is misschien wel wat het aandeel Ajax uniek maakt. Met de afhankelijkheid van de resultaten op het veld bestaan er, in vergelijking met andere ondernemingen, veel meer meetpunten voor de (voorziene) performance. Overigens is de publiciteit rond Ajax altijd bijzonder groot, waardoor het gevaar van ook een rol voor niet-relevante informatie bij de koersvorming reëel is. En emoties, passend bij (het eerste elftal van) de voetbalvereniging Ajax kunnen rationele besluitvorming betreffende het beleggingsbeleid inzake het aandeel van de NV frustreren met overreactie als meest waarschijnlijk gevolg (het aandeel Ajax wordt ook wel een emotie-aandeel genoemd). Maar normaal gespro-

ken moet de relatief sterke betrokkenheid van beleggers bij aandelen Ajax leiden tot betere informatieverwerking met efficiëntere koersvorming als gevolg.

L I T E R A T U U R

- Beatty, R.P. en J.R. Ritter, (1986), Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, jrg. 15, pp. 213-232.
- Hoeijen, H.J. van en N.L. van der Sar, (1999), De performance van aandelenintroductions op de Amsterdamse Effectenbeurs, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, jrg. 73, pp. 120-132.
- Ibbotson, R.G. en J.R. Ritter, (1995), Initial public offerings, R. Jarrow, V. Maksimovic en W.T. Ziemba (red.), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science* 9, Amsterdam: Elsevier Science, pp. 993-1016.
- Rock, K.F., (1986), Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, jrg. 15, pp. 187-212.