

Venture capital en beursintroducties: nettowinstgroei en rendementen op de eerste dag

Elke Klaassen en Henk von Eije

SAMENVATTING Bij een beursintroductie stijgt vaak op de eerste dag de koers van het aandeel. Volgens sommige auteurs betekent dit dat de oorspronkelijke aandeelhouders hun aandelen voor een hogere prijs hadden kunnen verkopen. Wij onderzoeken of de koersstijging op de eerste dag beïnvloed wordt door deelname van venture capital bedrijven. We vinden dat de koersstijgingen op de eerste dag groot zijn als de door venture capital ondersteunde ondernemingen een grote nettowinstgroei kennen. Venture capital bedrijven en vooral ook de andere aanbieders van dergelijke aandelen doen er daarom goed aan te overwegen of het werkelijk zinvol is sterk groeiende bedrijven via een beursgang van de hand te doen.

1 Inleiding

Beursintroducties worden vaak geassocieerd met underpricing. Underpricing houdt in dat op de dag van uitgifte een aandeel in waarde stijgt¹. Underpricing kan worden gereduceerd door de kwaliteit van het bedrijf te laten certificeren door ondersteunende banken, accountants én venture capital bedrijven.

In dit artikel bestuderen wij de invloed van venture capital (VC) op underpricing. De literatuur over de invloed van VC laat twee extremen zien. De eerste groep vindt een certificerende rol van VC, omdat deze underpricing lager maken. Een tweede groep auteurs

Drs. E. J. E. Klaassen is associate bij The Boston Consulting Group. Dr. J. H. von Eije is universitair hoofddocent aan de Rijksuniversiteit Groningen. Zij willen graag Halit Gonenç, Bert Scholtens, Peter Smid, Wim Westerman en de referenten van het MAB bedanken voor hun commentaar op een vorige versie van dit artikel. Eventuele fouten en omissies zijn voor rekening van de auteurs.

vindt echter meer underpricing bij door venture capital ondersteunde (VCO) beursintroducties. Dit leidt ertoe dat men tegenwoordig minder positief oordeelt over de certificerende rol van VC-bedrijven. Deze omslag wordt deels in de literatuur verklaard (paragraaf 2). Wij voegen hier het inzicht aan toe dat de VC-bedrijven de nettowinstgroei van de beursganger positief kunnen beïnvloeden. Hierdoor krijgen de beleggers meer belangstelling voor de aandelen en zal de prijs na het einde van de eerste beursdag hoger zijn. Paragraaf 3 beschrijft de data en de methodologie. De empirische resultaten worden gepresenteerd in paragraaf 4. De conclusies en aanbevelingen staan in paragraaf 5.

2 Certificering door VC-bedrijven?

Als aandeelhouders een bedrijf naar de beurs brengen, staan ze voor de moeilijke taak potentiële nieuwe aandeelhouders te overtuigen van het feit dat men gerust de aandelen kan kopen, omdat het bedrijf van hoge kwaliteit is. Er is asymmetrische informatie tussen oude en nieuwe aandeelhouders. De kloof die daaruit voortvloeit, zullen de oorspronkelijke aandeelhouders zo veel mogelijk willen dichten, omdat ze anders minder geld ontvangen. Hiertoe kan men verschillende wegen bewandelen. Volgens Beatty en Ritter (1986) is het inschakelen van gerenommeerde banken en accountants een manier om de asymmetrische informatie tussen insiders en de nieuw aan te trekken aandeelhouders te verminderen. Dit wordt voor de banken ondersteund door Balvers, McDonald en Miller (1988), Carter en Manaster (1990), Franzke (2001), Carter, Dark en Singh (1998) en Shang en Tang (2004). Verschillende studies hebben ook bewijs gevonden voor een positieve invloed van de kwaliteit van de accountant op het niveau van underpricing (Beatty en Ritter, 1986; Carter en Manaster, 1990; Balvers, McDonald en Miller, 1988).

Een aantal onderzoekers heeft ontdekt dat ook VC-

bedrijven hierbij een rol kunnen spelen, vooral als ze een relatief groot gedeelte van de aandelen behouden. Zo vinden Barry et al. (1990) dat investeerders een minder grote korting nodig hebben om aandelen te kopen, omdat het VC-bedrijf de kwaliteit van de beursganger heeft gecertificeerd. Ook Megginson en Weiss (1991) en Lin en Smith (1998) ondersteunen het idee dat VC-bedrijven de beursganger certificeren en daarmee de underpricing verminderen.

Recentere onderzoeken concluderen echter het omgekeerde, namelijk dat de beleggers op de eerste dag vooral hogere rendementen behalen bij VCO-beursintroductions (Francis en Hasan, 2001; Hamao, Packer en Ritter, 2000; Krishnan en Singh, 2005). Een reden hiervoor kan zijn dat VC-bedrijven investeren in risicovolle en relatief jonge en technologische bedrijven met een daaraan gerelateerde grote mate van onzekerheid. Een andere argumentatie is van Gompers (1996), die stelt dat beginnende VC-bedrijven snel een reputatie willen opbouwen en daarom ook snel bedrijven naar de beurs brengen. De oorzaak voor de underpricing ligt dan bij het feit dat jonge riskante bedrijven naar de beurs worden gebracht en meer fundamenteel dus bij de behoeften van het VC-bedrijf. Deze benadering wordt ook gevolgd door Wang, Wang en Lu (2003) en Lee en Wahal (2004)². Tenslotte vinden weer andere auteurs geen statistisch significante verschillen tussen de hoogte van underpricing bij VCO- en niet-VCO-bedrijven (Da Silva Rosa, Velayuthen en Walter, 2003; Lee en Wahal, 2004; Brau, Brown en Osteryoung, 2004)³.

Gelet op het voorgaande komen wij tot de volgende hypothesen:

H1: De underpricing bij bedrijven die naar de beurs worden gebracht is niet afhankelijk van de ondersteuning door VC-bedrijven.

De alternatieve hypothese luidt dan:

H2: De underpricing bij bedrijven die naar de beurs worden gebracht is wél afhankelijk van de ondersteuning door VC-bedrijven. H2 laat zowel een positief als een negatief effect van de ondersteuning door VC-bedrijven toe.

In dit artikel willen we ons echter niet tot deze hypothesen beperken, omdat wij op basis van het bovenstaande ook verwachten dat jonge, technologische en snel groeiende beursgangers relatief meer underpricing zullen laten zien. Voor deze variabelen ontwikkelen we geen afzonderlijke hypothesen, maar we nemen ze wel op als controlevariabele. Daarnaast geven we extra aandacht aan de nettowinstgroei bij VCO-bedrijven. De leeftijd en het technologische karakter van het bedrijf kunnen namelijk niet door

VC-bedrijven worden beïnvloed, maar de nettowinstgroei wel. Door hun interne advies- en controlefuncties kunnen VC-bedrijven waarde toevoegen aan een beursganger (Jain en Kini, 2000) en ze meer focussen op nettowinstgroei. Dit kan reële nettowinstgroei zijn, maar er kan ook window dressing op treden. Elders verricht onderzoek laat bijvoorbeeld zien dat bij een emissie van aandelen de winsten vaak positief “gemanaged” worden. Dit geldt zowel voor de emissie van aandelen bij een beursgang (Roosenboom, Van der Goot en Mertens, 2003) als voor de uitgifte van extra aandelen (Teoh, Welch en Wong, 1995). Winstgroei creëert optimisme bij beleggers en Cornelli, Goldreich en Ljungqvist (2006) vinden dat overoptimisme onder beleggers gepaard gaat met hoge underpricing. Ook Purnanandam en Swaminathan (2004) vinden dat overgewaardeerde aandelen (gekenmerkt door sterke groeivoorspellingen) gepaard gaan met hoge rendementen op de eerste beursdag. In het geval van (te) positief “gemanaged” winstgroei is er echter niet zozeer sprake van certificering door VC-bedrijven, maar van het creëren van optimisme onder beleggers⁴. Ongeacht de vraag of er sprake is van echte nettowinstgroei of van window dressing, wel is het steeds zo dat sterke nettowinstgroei zal leiden tot underpricing. En juist VC-bedrijven zijn in staat nettowinstgroei te bevorderen. Daarom luidt de derde hypothese:

H3: Underpricing is niet afhankelijk van de interactie tussen VC-ondersteuning en hoge nettowinstgroei.

De alternatieve hypothese luidt hierbij:

H4: Er is meer underpricing bij VC-ondersteuning en hoge nettowinstgroei.

De vier hypothesen worden in paragraaf 4 getest.

3 Data en methodologie

Wij baseren ons onderzoek op alle beursintroductions tussen 1 januari 1994 en 30 juni 2005 aan de Amsterdam Stock Exchange (AEX). De prospectussen zijn verkregen van *Thomson Financial Research*. Financiële instituties zijn verwijderd vanwege hun afwijkende balansstructuur. Voor beursintroductions waarvoor het niet mogelijk was om het prospectus te verkrijgen, is het bedrijf benaderd om het toe te zenden. Na het elimineren van de bedrijven waarvoor dit niet lukte, bestaat onze populatie uit 55 beursintroductions.

Wanneer het prospectus laat zien dat een VC-bedrijf een aandeelhouder is op het moment dat het prospectus werd uitgegeven, dan is het een VC-beursintroduction. Om de VC-bedrijven in Nederland te identificeren is informatie gehaald uit het ‘Venture

Capital Gids, Jaarboek'. Wanneer er slechts een prijsindicatie is genoemd in het prospectus en geen vaste uitgifteprijs, dan is *Het Financieele Dagblad* gebruikt om de correcte uitgifteprijs te vinden. Informatie betreffende de koers van het aandeel, de slotkoers op de eerste handelsdag en de price-to-book ratio zijn verkregen van *DataStream*. Munteenheden anders dan de euro zijn geconverteerd naar euro's. De jaarlijkse prijsindex is verkregen van de website van de *OECD* en alle data zijn overeenkomstig aangepast. Alle andere informatie komt uit het prospectus.

Het meten van het nettowinstgroeipercentage heeft weinig betekenis omdat de nettowinst in het basisjaar negatief kan zijn geweest. Bij een latere positieve nettowinst leidt dit tot negatieve groeipercentages. Vooral jonge bedrijven hebben vaker negatieve nettowinsten voorafgaand aan de beursintroductie. Daarom meten we nettowinstgroei als de verandering in de rangorde van de nettowinst van alle bedrijven. De bedrijven worden gerangschikt op basis van hun nettowinst twee jaar voor de beursintroductie. Dezelfde bedrijven worden gerangschikt op basis van hun nettowinst in het jaar van de beursintroductie. Bedrijven die een grote stijging in rangorde ondergaan zijn geclassificeerd als bedrijven met een hoge nettowinstgroei en de andere als bedrijven met lage nettowinstgroei⁵. Gelet op de in paragraaf 2 beschreven hypothesen 3 en 4 berekenen we ook een zogenaamde interactievariabele. Dit is een variabele die de waarde 1 aanneemt voor bedrijven die een snelle nettowinstgroei vertonen én tegelijkertijd ook door VC-bedrijven worden ondersteund; in andere gevallen is deze variabele 0.

Naast deze hoofdvariabelen hebben we ook controlevariabelen ingevoerd. Deze zijn de volgende:

- 1) De leeftijd van het bedrijf. Hoe ouder het bedrijf, hoe minder er sprake zal zijn van informatieasymmetrie en hoe lager de mate van underpricing.
- 2) De omvang van de activa van het bedrijf. Ook hiervoor geldt dat er minder gauw sprake zal zijn van asymmetrie in informatie tussen oude en nieuwe beleggers als de beursganger groot is. Omdat we ernaar streven verschillen te vergelijken tussen grote en kleine bedrijven en tussen bedrijven met veel en weinig groei, gebruiken we ook voor de bedrijfs-grootte een dummyvariabele (1 is groter of gelijk aan de mediaan, 0 anders). We verwachten een negatief effect van deze variabele op de underpricing.
- 3) Een trendvariabele (gelijk aan het beursintroductie jaar en beginnend in 1994). De meer recente literatuur is over het algemeen minder positief over de invloed van VC-bedrijven en wij willen onderzoeken of er een trend in de underpricing te herkennen is.

Het is echter niet op voorhand aan te geven of er een positieve of negatieve trend te verwachten is.

4) Een technologiedummy. Wanneer het bedrijf behoort tot de technologiesector is er een groter risico en navenant meer underpricing.

5) Een dummy die de ABN AMRO als belangrijkste ondersteunende bank representeert. ABN AMRO domineert de Nederlandse beursintroductiemarkt met 16 introducties in onze populatie. Dit is twee keer zoveel is als de tweede bank (Mees Pierson met 8 introducties). De dummy heeft de waarde 1 voor de ABN AMRO bank en 0 voor de overige spelers. Deze aanpak is in een ander kader ook gebruikt door Van Frederikslust en Van der Geest (2000) en wij verwachten dat deze variabele een negatief effect heeft op underpricing.

6) Een dummy die de reputatie van de begeleidende accountant weergeeft. Evenals Balvers, McDonald en Miller (1988) nemen we hiervoor accountants die behoren tot de Grote Acht (door fusies nu gereduceerd tot de Grote Vier). In dat geval heeft de dummyvariabele de waarde 1, en anders 0. Ook van deze variabele verwachten we een negatief effect op underpricing.

7) De kwaliteit van het VC-bedrijf. Wij doen dit op basis van het aantal beursintroducties waarin het VC-bedrijf actief was. Het VC-bedrijf dat slechts bij één beursintroductie betrokken was krijgt rang 1, wanneer een VC-bedrijf bij meerdere beursintroducties betrokken was krijgt het bedrijf een hogere rang⁶. In onze steekproef zijn drie VC-bedrijven slechts bij één beursintroductie betrokken. Twee VC-bedrijven waren betrokken bij vijf beursintroducties en krijgen rang 5. De andere zitten daar tussen in.⁷ Hoe groter de ervaring van het VC-bedrijf, hoe lager de verwachte underpricing.

8) Het percentage van de aandelen dat wordt verkocht door het VC-bedrijf. Als er meer aandelen worden verkocht door het VC-bedrijf zullen de beleggers de aankoop van aandelen riskanter vinden en daarom zal dan de underpricing stijgen.

Tabel 1 laat enkele kenmerken van de dataset zien.

Uit tabel 1 blijkt dat de underpricing van VCO-beursintroducties hoger was dan die van de andere beursintroducties. Verder zijn VCO-beursintroducties over het algemeen kleiner (minder bruto-opbrengsten, minder activa, minder werknemers, lagere nettowinst voorafgaand aan en in het beursintroductiejaar) en jonger. Dit suggereert dat VC-bedrijven meer riskante ondernemingen naar de beurs brengen. Verrassend genoeg zijn echter de "market to book (MB)" ratio

van het eigen vermogen, de gemiddelde waarde van de nettowinstgroeidummy en de gemiddelde waarde van de technologiedummy ook lager en dit duidt dit erop dat niet alle soorten risico's zich concentreren bij VCO-bedrijven. Hierdoor is de underpricing in Nederland ook niet simpelweg te verklaren uit het riskant zijn van VCO-beursgangers. Bovendien zijn geen van de verschillen tussen VCO- en niet-VCO-beursintroductions significant wanneer gelijke variantie wordt verondersteld; alleen het verschil in bruto-opbrengsten bij de beursgang is significant op 5%-niveau wanneer men ongelijke varianties veronderstelt. Verder maken VC-bedrijven minder vaak gebruik van de ABN AMRO bank als ondersteunende bank. Ook is opmerkelijk dat vrijwel alle beursintroductions worden begeleid door accountants die behoren tot de Grote Vier. Ten slotte bezitten de 16 VC-bedrijven slechts een klein percentage van het oorspronkelijke aantal aandelen, namelijk 14,63% en behouden ze hiervan 10 procentpunt⁸.

4 Empirische resultaten

Tabel 2 geeft de uitkomsten van OLS regressie-analyses weer. Vanwege consistentie hebben we ook een omvangsdummy gebruikt in plaats van de logaritme van de activa⁹. In regressie A vinden we dat slechts de dummyvariabele voor de kwaliteit van de ondersteunende bank (de ABN AMRO bank) significant was met het juiste teken op 10% significantie niveau. De aangepaste R-kwadraat was echter zeer klein.

Uit nader onderzoek bleek dat VCO-beursintroductions met een hoge nettowinstgroei gemiddeld 51% underpricing hadden, terwijl dit percentage bij andere VCO-beursintroductions slechts 6% was. De resultaten voor niet-VCO-beursintroductions waren tegenovergesteld: underpricing was 12% voor bedrijven met hoge nettowinstgroei en 25% voor bedrijven met lage groei. Dit suggereert dat een voorafgaande hoge nettowinstgroei niet de oorzaak is van meer

Tabel 1 Gemiddelde kenmerken van venture capital en niet-venture capital ondersteunde beursintroductions in Nederland tussen 1994 en juni 2005

Variabele	Venture capital ondersteund		Niet-venture capital ondersteund	
	aantal	gemiddelde	aantal	gemiddelde
Underpricing	16	0,20	39	0,18
Jaar van de beursgang	16	1998	39	1998
Uitgifteprijs (euro)	16	13,00	39	13,79
Bruto opbrengsten (miljoen euro)	16	56 ^{a)}	39	238 a)
Activa (miljoen euro)	16	312	39	722
MB ratio van eigen vermogen	14	6,12	34	7,44
Leeftijd bedrijf	16	15	39	25
Aantal medewerkers	16	949	38	5323
Nettowinst 2 jaar voor beursgang (miljoen euro)	16	5	39	16
Nettowinst in het jaar van de beursgang (miljoen euro)	16	8	39	69
Technologiebedrijf (dummy)	16	0,19	39	0,41
Nettowinstgroei (dummy)	16	0,31	39	0,51
Omvang (dummy)	16	0,38	39	0,54
ABN AMRO bank (dummy)	16	0,13	39	0,36
Grote Vier accountant (dummy)	16	0,88	39	0,90
% van het oorspronkelijke aantal aandelen in bezit van de VC-bedrijven	16	14,63		
% aandelen behouden door VC-bedrijven na de beursintroductie	12	10,08		
Venture capital kwaliteit	16	3,38		

^{a)} Het gemiddelde van de vergelijkbare variabele verschilde significant op 5% niveau wanneer wel en niet VCO-beursintroductions met elkaar worden vergeleken en een ongelijke variantie werd aangenomen.

Tabel 2 Regressieresultaten voor underpricing tijdens beursintroducties in Nederland (1994-2005)

	Alle beursgangen				Niet-VCO		VCO			
	Regressie A		Regressie B		Regressie C		Regressie D		Regressie E	
	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde
Leeftijd bedrijf	-0,00	-0,29	-0,00	-0,02	-0,00	-0,64	0,00	0,08	0,01	1,66
Jaar van de beursgang	-0,02	-1,10	-0,02	-1,31	-0,02	-1,31	-0,07	-1,55	-0,07	-2,24 ^{a)}
Omvang (dummy)	-0,10	-1,06	-0,04	-0,49	0,01	0,12	-0,14	-0,65	-0,04	-0,24
Nettowinstgroei (dummy)	0,00	0,04			-0,22	-2,28 ^{b)}	0,52	2,88 ^{b)}	0,64	4,55 ^{c)}
Technologie (dummy)	0,03	0,32	0,12	1,35	-0,01	-0,10	0,11	0,50	0,33	1,79
ABN AMRO bank (dummy)	-0,18 ^{a)}	-1,72	-0,15	-1,59	-0,29	-2,81 ^{c)}	-0,14	-0,22	-0,72	-1,41
Grote Vier accountant (dummy)	-0,13	-0,93	-0,15	-1,18	-0,33	-2,14 ^{b)}	0,02	0,08	-0,45	-1,59
Venture capital (dummy)	-0,04	-0,36								
Venture capital kwaliteit									-0,19	-2,74 ^{b)}
Interactie VC en groei (dummy)			0,39	2,77 ^{c)}						
Constante	41,25	1,12	44,63	1,32	48,88	1,33	131,73	1,55	141,99	2,25 ^{b)}
Aantal observaties	55		55		39		16		16	
Aangepaste R-kwadraat	0,03		0,18		0,22		0,23		0,58	

^{a)} significant op 10% niveau; ^{b)} significant op 5% niveau ^{c)} significant op 1% niveau.

underpricing, maar wel wanneer dit optreedt bij een VCO-bedrijf. In paragraaf 2 hebben wij reeds deze verwachting uitgesproken en de alternatieve hypothesen 3 en 4 gepostuleerd. Om deze hypothesen nader te testen, hebben we de interactie tussen VCO-en de nettowinstgroei in de analyse opgenomen (regressie B). In deze regressie bleek deze interactievariabele de enige significante variabele te zijn. De aangepaste R-kwadraat was bovendien groter. Dit suggereert dat de underpricing in Nederland vooral verklaard kan worden door VCO-bedrijven met grote nettowinstgroei. Voor deze bedrijven is de underpricing namelijk 39%.

Dit inzicht wordt nog verscherpt wanneer we de populatie splitsen in VCO- en niet-VCO-bedrijven. Zoals blijkt uit regressies C en D vermindert de underpricing als er sprake is van hoge nettowinstgroei bij niet-VCO-bedrijven en stijgt de underpricing bij VCO-bedrijven die een hoge nettowinstgroei laten zien. Beide effecten zijn significant en groei van de nettowinst op zichzelf gaat dus niet gepaard met underpricing (zie ook regressie A), maar wel bij een VCO-bedrijf. In het laatste geval is de underpricing 52% en wordt dus ruim de helft van de mogelijke waarde niet bij de beursgang door de oorspronkelijke

aandeelhouders geïncasseerd¹⁰. Dit effect wordt nog groter als men tevens een variabele opneemt die de kwaliteit van het VC-bedrijf meet. De VCO-bedrijven die ondersteund worden door onervaren VC-bedrijven laten 64% op tafel liggen, maar de underpricing wordt significant minder als het VC-bedrijf ervaren is¹¹. Een verder interessante observatie is dat volgens regressievergelijking E underpricing bij VCO-beursintroducties in de loop van de tijd afneemt. Dit suggereert dat VC-bedrijven wel steeds beter worden in het vaststellen van de aandelenprijzen bij een beursgang.

Uit het bovenstaande kunnen we concluderen dat het de vraag is of een VC-bedrijf er verstandig aan doet om een bedrijf met een hoge nettowinstgroei te verkopen aan niet-geïnformeerde investeerders, omdat de underpricing hoog zal zijn. Dit wordt nog erger als het VC-bedrijf weinig ervaring heeft met beursintroducties. Dit zou ook mede kunnen verklaren waarom een behoorlijk aantal VC-bedrijven zich richt op een niche markt. VC-bedrijven die bedrijven in hun portefeuille hebben met een groot groeipotentieel zouden daarom de voorkeur kunnen geven aan het doorverkopen van hun bedrijf aan een meer ervaren VC-bedrijf of aan een VC-bedrijf dat

Tabel 3 Regressie vergelijkingen voor onderpricing in kleine en grote bedrijven en kleine en grote nettowinstgroei bedrijven in Nederland tijdens beursintroducties (1994-2005)

	Kleine bedrijven		Grote bedrijven		Lage nettowinstgroei bedrijven		Hoge nettowinstgroei bedrijven	
	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde	Coeff.	t-waarde
Leeftijd bedrijf	-0,00	-0,56	-0,00	-0,03	0,00	0,39	-0,00	-0,91
Jaar van de beursgang	-0,03	-0,67	-0,02	-1,37	-0,01	-0,24	-0,04	-2,03
Omvang (dummy)					0,05	0,39	-0,13	-1,05
Nettowinstgroei (dummy)	0,05	0,30	-0,04	-0,48				
Technologie (dummy)	0,04	0,17	-0,06	-0,69	0,13	1,06	-0,09	-0,64
ABN AMRO bank	-0,27	-0,94	-0,14	-1,88	-0,36	-2,56 ^{b)}	-0,14	-0,99
Grote Vier accountant	-0,14	-0,60	-0,19	-0,95	-0,32	-1,87 ^{a)}	-0,01	-0,03
Venture capital (dummy)	-0,05	-0,22	-0,08	-0,85	-0,28	-2,17 ^{b)}	0,32	2,18 ^{b)}
Constante	56,31	0,67	41,95	1,38	16,75	0,25	74,99	2,04
Aantal observaties	28		27		30		25	
Aangepaste R-kwadraat	-0,17		-0,07		0,25		0,29	

^{a)} significant op 10% niveau; ^{b)} significant op 5% niveau.

een portefeuille opbouwt van oudere (en daarom ook minder snel groeiende) bedrijven.

Tabel 3 geeft nog weer een andere kijk op de Nederlandse beursgangers. Deze tabel geeft antwoord op de vraag wanneer ondernemingen voordeel hebben van diverse vormen van institutionele ondersteuning. Het is echter ook een robuustheidstest, doordat we onderscheid maken tussen beursgangers die groot en klein zijn en beursgangers die lage en hoge nettowinstgroei vertonen. Als in het bijzonder VC-ondersteuning negatieve gevolgen heeft voor bedrijven met hoge nettowinstgroei, dan is dat een signaal dat venture capital ondersteuning op zichzelf niet negatief hoeft te zijn, maar dat het alleen maar leidt tot meer onderpricing bij bedrijven waarvoor hoge nettowinstgroei wordt gerapporteerd.

Tabel 3 laat zien dat geen van de drie certificerende instellingen significante betekenis hebben voor kleine bedrijven. Tevens blijken de ABN AMRO bank, de accountants van de Grote Vier en de VC-bedrijven geen significante betekenis te hebben voor de grote bedrijven. Grootte van de beursganger is dus geen indicatie voor de noodzaak om reputatierijke certificerende ondernemingen in te schakelen. Dit wordt echter anders als men de populatie splitst naar nettowinstgroei. Bedrijven met een lage nettowinstgroei

profiteren van alle drie de certificerende instituties met minder onderpricing. Aan de andere kant laten – wederom – VCO-beursgangers met hoge nettowinstgroei een hoge onderpricing zien.

5 Samenvatting, conclusies en aanbevelingen

Wij hebben onderzocht of institutionele certificering van beursgangers – in het bijzonder door VC-bedrijven – kan helpen om onderpricing tijdens een beursintroductie te reduceren. Omdat alleen de reputatie van de ondersteunende bank enige significante invloed heeft op de mate van onderpricing van de gehele populatie, wordt hypothese 1 geaccepteerd en hypothese 2 verworpen: voor de gehele populatie van Nederlandse beursgangers heeft ondersteuning door VC-bedrijven geen materiële betekenis. Als men meer specifiek kijkt, dan heeft dit echter wel zin bij een bescheiden nettowinstgroei. Bij een bescheiden nettowinstgroei helpt de inzet van een ervaren bank, een bekende accountant én een VC-bedrijf. Als de nettowinstgroei daarentegen hoog is, wordt de onderpricing bij VCO-beursgangers echter ook hoog en dit effect wordt nog sterker als het VC-bedrijf niet ervaren is. Dit is in lijn met onze hypothese 4 en daarom wordt hypothese 3 verworpen. Dit suggereert dat venture capital bedrijven meehelpen aan het

creëren van een optimistische stemming bij bedrijven met hoge nettowinstgroei. Het gevolg is dat de prijzen van de aandelen op de eerste beursdag sterk stijgen. Wij kunnen echter hierbij helaas niet differentiëren tussen VCO-bedrijven waarbij de nettowinstgroei reëel is en die waarbij de nettowinstgroei door “window dressing” is ontstaan.

Hoewel we geprobeerd hebben zoveel mogelijk beursgangen in ons onderzoek te betrekken is de resulterende Nederlandse populatie helaas niet groot. Dit kan de hardheid van onze conclusie verminderen. De robuustheidstesten wijzen echter wel in dezelfde richting en bovendien zijn de uitkomsten in lijn met de in paragraaf 2 uitgesproken verwachtingen. Onze bevindingen verklaren bovendien ook indirect een trend in de literatuur. Als VC-bedrijven tegenwoordig vaker investeren in bedrijven met een hoge nettowinstgroei of dit soort bedrijven vaker naar de beurs brengen, dan is het waarschijnlijk dat recente studies vaker underpricing vinden bij VCO-bedrijven dan eerdere onderzoeken dat deden.

Ons onderzoek leidt ook tot suggesties voor verder onderzoek. Wij onderzochten alleen de Nederlandse populatie. Omdat de gepostuleerde verbanden niet afhankelijk zijn van de Nederlandse context, zou het wenselijk zijn een dergelijk onderzoek ook in andere landen te verrichten. Bij voorkeur zou men dan ook een grotere populatie moeten bestuderen. Verder gaat ons onderzoek vooral in op het feit dat bij een beursgang geld op tafel blijft liggen. Het is echter ook zinvol te onderzoeken wat de voordelen van een beursgang zijn voor de aanbieders van aandelen. Bij de voordelen denken we voor de VC-bedrijven aan de mogelijkheid dat men ook een deel van de aandelen na de beursgang kan verkopen, aan de voordelen die VC-bedrijven verkrijgen door het hebben van cash in plaats van niet-liquide aandelen en aan de voordelen van ervaring en reputatie verkregen uit beursintroductions. Vooral het laatste voordeel zal niet gauw belangrijk zijn voor veel van de andere oorspronkelijke eigenaren.

Ons onderzoek heeft ten slotte ook praktische consequenties. Voor de afnemers van aandelen vinden we dat inschrijving op snelgroeiende VCO-beursgangers in het verleden lonend was. Toch willen wij hier voor een te snelle conclusie waarschuwen. Onze resultaten vormen geen advies om in te schrijven op aandelen van snelgroeiende VCO-beursgangers. Resultaten uit het verleden gelden immers niet noodzakelijkerwijs voor de toekomst. Ook krijgt men vaak relatief weinig aandelen toegewezen als er grote vraag naar een aandeel is. Verder wordt men dan geconfronteerd met het feit dat men moet beslissen wanneer men de

aandelen weer van de hand zou moeten doen. Veel (overgewaardeerde) beursgangers laten namelijk vaak op lange termijn een slechtere performance zien¹².

Voor de aanbieders van aandelen ondersteunen we de conclusie van Tirole (2006, p. 262) dat underpricing een zeer primitief signaleringsinstrument is. Uit ons onderzoek blijkt dat er veel geld “op tafel blijft” bij VCO-beursgangers die een hoge groei rapporteren. Dit zou kunnen betekenen dat VC-bedrijven er verstandig aan doen te overwegen of het werkelijk zinvol is deze bedrijven via een beursgang te verkopen. Eén alternatief is het overdragen van de aandelen aan VC-bedrijven die investeren in een latere fase van een bedrijf (en daarmee in bedrijven die minder sterk groeien). Deze nieuwe VC-bedrijven zouden dan later met minder underpricing het bedrijf kunnen verkopen en dus mogelijk nu al meer willen betalen dan de introductieprijs op de beurs. Een andere mogelijkheid is de aandelen pas na de beursgang te verkopen wanneer dat volgens het prospectus (na de “lock-up” periode) mogelijk is. Een VC-bedrijf hoeft echter niet voor deze alternatieven te kiezen. Als het VC-bedrijf het geld hard nodig heeft en/of een reputatie wil opbouwen als geslaagde ondersteuner van beursgangers, dan kan het een hoge underpricing voor lief nemen. De schade wordt bovendien ook beperkt doordat VC-bedrijven veelal een deel van de aandelen zelf behouden¹³. De schade voor de andere oorspronkelijke eigenaren kan daarbij ook verminderen als zij veel aandelen in het bedrijf vast blijven houden. Bovendien zijn volgens Loughran en Ritter (2002) de oorspronkelijke eigenaren nogal eens enthousiast over onverwacht hogere rijkdom, omdat de emissieprijs bij bedrijven met hoge underpricing vaak al is verhoogd. Desalniettemin doen de overige eigenaren er toch goed aan te bezien of de belangen van het VC-bedrijf bij een beursgang wel volledig in lijn zijn met hun eigen belangen. ■

Literatuur

- Balvers, R., B. McDonald en R. Miller (1988), Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation, *The Accounting Review*, vol. 63, pp. 693-709.
- Barnes, E. en Y. McCarthy (2002), Grandstanding in the UK Venture Capital Industry, EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=313935>
- Barry, C., C. Muscarella, J. Peavy, en M. Vetsuypens (1990), The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 447-472.
- Beatty, R.P. en J.R. Ritter (1986), Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics*, vol. 15, pp. 213-232.
- Bradley, D.J., B.D. Jordan, H-C. Yi en I.C. Rothen.(2001), Venture Capital and IPO Lockup Expiration: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Research*, vol. 24, pp. 465- 492.
- Brau, J.C., R.A. Brown, en J.S. Osteryoung, (2004), Do Venture Capitalists Add Value to Small Manufacturing Firms? An Empirical Analysis of Venture and Nonventure Capital-Backed Initial Public Offerings, *Journal of Small Business Management*, vol. 42, no. 1, pp. 78-92.
- Brav, A. en P.A. Gompers (1997), Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies, *Journal of Finance*, vol. 52, no. 5, pp. 1791-1822.
- Camp, G., A. Comer en J.C.Y. How, Incentives to Underprice, *Accounting and Finance*, vol. 46, pp. 537-551.
- Carter, R.B., F.H. Dark, en A.K. Singh, A.K. (1998), Underwriter Reputation, Initial Returns, and Long-Run Performance of IPO Stocks, *Journal of Finance*, vol. 53, no. 1, pp. 285-311.
- Carter, R.B. en S. Manaster (1990), Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1045-1067.
- Cornelli, F., D. Goldreich, en A. Ljungqvist (2006), Investor Sentiment and Pre-IPO Markets, *Journal of Finance*, Vol. 61, no. 3, pp.1187- 1216.
- Da Silva Rosa, R., G. Velayuthen, en T. Walter (2003), The Sharemarket Performance of Australian Venture Capital-Backed and Non-Venture Capital-Backed IPOs, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 11, pp. 197-218.
- Francis, B.B. en I. Hasan (2001), The Underpricing of Venture and Non-Venture Capital IPOs: An Empirical Investigation, *Journal of Financial Services Research*, vol. 19, no. 2/3, pp. 99-113.
- Franzke, S. (2001), Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Markt, CFS Working Paper No. 2001/01, Centre for Financial Studies, Frankfurt.
- Frederikslust, R.A.I. van, en R.A. van der Geest (2000), Rendementsontwikkeling van Private Equity Ondersteunde Beursintroducties, *Maandblad voor Accountancy & Bedrijfseconomie*, jg. 74, pp. 403-414.
- Gompers, P.A. (1996), Grandstanding in the Venture capital Industry, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, pp. 133-156.
- Hamao, Y., F. Packer, en J. Ritter (2000), Institutional Affiliation and the Role of Venture capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 8, pp. 529-558.
- Hamao, Y., F. Packer, en J. Ritter (2004), Underpricing and VC involvement in the Japanese IPO process, Working Paper, Marshall School of Business, University of Southern California.
- Jain, B. en O. Kini (2000), Does the Presence of Venture Capitalists Improve the Survival Profile of IPO Firms?, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 27, no. 9/10, pp. 1139-1176.
- Krishnan, C.N.V. en A.K. Singh (2005), Venture Capitalist Reputation and IPO Returns, Department of Banking and Finance, Weatherhead School of Management, Case Western Reserve University.
- Lee, P.M. en S. Wahal (2004), Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture capital Backed IPOs", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, pp. 375-407.
- Lin, T.H. en R.L. Smith (1998), Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs, *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, pp. 241-263.
- Loughran, T. en J.R. Ritter (2002), Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?, *The Review of Financial Studies*, Special 2002, vol. 15, no. 2, pp. 413-443.
- Luo, W (2006), Earnings Management and Reputation of Venture Capitalists (March 14). Beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=890622>
- Meggison, W.L. en K.A. Weiss (1991), Venture Capitalists Certification in Initial Public Offering", *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 879-903.
- Purnanandam, A. en B. Swaminathan (2004), Are IPOs Really Underpriced, *Review of Financial Studies*, vol. 17, no. 3, pp. 811- 848.
- Ritter, J.R. (1998), Initial Public Offerings, *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, no. 1, pp. 5-30, modified version.
- Roosenboom, P., T. van der Goot, T. en G. Mertens (2003), Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands, *The International Journal of Accounting*, vol. 38, pp. 243-266.
- Shang, A. en M. Tang, M. (2004), Earnings Management, Behavioral Investors and Lockups: The Role of IPO underwriters, Department of Economics, Harvard University, Cambridge.
- Teoh, S.H., I. Welch, en T. J. Wong (1998), Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, vol. 50, pp. 63-99.
- Tirole, J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Woodstock.
- Wang C.K., K. Wang, en Q. Lu (2003), Effects of Venture Capitalists Participation in Listed Companies, *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, pp. 2015-2034.

Noten

- 1 Een overzicht van de literatuur over dit fenomeen vindt men bij Ritter (1998).
- 2 Barnes en McCarthy (2002) vinden ook bewijzen voor het feit dat jonge VC-bedrijven de door hen ondersteunde bedrijven eerder naar de beurs brengen, maar niet dat er dan ook meer underpricing optreedt.
- 3 Een nadere verfijning is vervolgens in het onderzoek aangebracht doordat men niet alleen de ondersteuning door VC-bedrijven onderzocht, maar ook wat de effecten waren als deze VC-bedrijven een hogere kwaliteit hadden. Zo vinden Hamao, Packer en Ritter (2004) minder underpricing bij VC-bedrijven van hogere kwaliteit. Anderzijds concluderen Krishnan en Singh (2005) dat een grotere kwaliteit van het VC-bedrijf wordt geassocieerd met hogere underpricing.

- 4 Dit kan echter wel tot extra reputatiekosten voor het VC-bedrijf leiden indien er vaker aandelen worden geëmitteerd (Luo, 2006).
- 5 Zoals vermeld treedt vaak een zekere mate van "window dressing" op voorafgaand aan de uitgifte van nieuwe aandelen (Teoh, Welch en Wong, 1995; Roosenboom, Van der Goot en Mertens, 2003). Door een dummy variabele te gebruiken voor snel (en langzaam) groeiende nettowinsten zitten hierin zowel bedrijven waarvan deze groei realistisch is, als ook bedrijven waarvan de gerapporteerde nettowinstgroei "gemanaged" is om de toekomstige beleggers te imponeren.
- 6 Indien twee VC-bedrijven bij een beursintroduktie betrokken zijn krijgen beide een hogere rang.
- 7 We bepaalden de kwaliteit ook aan de hand van het bedrag dat geïnvesteerd was door het VC-bedrijf, maar deze maatstaf gaf minder geprononceerde resultaten en is daarom verder niet in de analyse betrokken.
- 8 Zoals blijkt uit tabel 1 hebben we voor 12 VC-bedrijven kunnen achterhalen hoeveel procent van de aandelen de VC-bedrijven hebben behouden. In de navolgende regressie-analyses is echter het percentage aandelen dat door VC-bedrijven naar de beurs is gebracht als controlevariabele weggelaten omdat het de populatie van VC-bedrijven met 25% reduceerde en omdat deze variabele niet significant was in de regressies waarbij we deze effecten konden onderzoeken. Dit gold zowel indien we het meten met absolute percentages als met relatieve percentages die door VC-bedrijven werden verkocht. Gelet op het feit dat de 16 VC-bedrijven in onze populatie ook slechts 14,63% procent van de aandelen voorafgaande aan de beursgang in bezit had is deze uitkomst niet verwonderlijk.
- 9 We hebben ook de 48 waarnemingen geregresseerd waarvoor de MB ratio van het eigen vermogen en de logaritme van de activa beschikbaar was (in plaats van de dummies voor de omvang en de nettowinstgroei), maar dan blijkt geen variabele in staat te zijn om significant het verschil in underpricing te verklaren op een significantieniveau van 10%. Dit wordt waarschijnlijk veroorzaakt door het feit dat de MB ratio van het eigen vermogen de toekomstige groei-verwachtingen incorporeert, terwijl de dummy voor de nettowinstgroei juist betrekking heeft op de gerapporteerde winstgroei uit het verleden. Door deze verschillen in regressie-uitkomsten menen we ook in staat te zijn onze bevindingen hier te relateren aan reële groei of "window dressing" en niet aan de groei-voorverwachtingen van de onderneming.
- 10 Het is verder interessant op te merken dat bij niet-VCO-bedrijven de certificerende rol van zowel de ABN AMRO bank als van de accountants van de Grote Vier helpen om de underpricing te verkleinen en dus nog meer waarde voor de oorspronkelijke aandeelhouders uit de markt te halen.
- 11 Deze laatste effecten worden echter alleen gevonden indien we de kwaliteit van het VC-bedrijf meten aan de hand van het aantal beursintrodukties, maar niet als we dat doen aan de hand van de grootte van de beursintrodukties.
- 12 Volgens Bradley et al. (2001) treedt dit vooral op bij VCB-bedrijven na de lockup periode. Hier staat tegenover dat Brav en Gompers (1997) aantonen dat VCO-bedrijven zelfs na de beursgang een betere performance laten zien.
- 13 Uit recent onderzoek uit Nieuw Zeeland blijkt ook dat de kosten van underpricing gecompenseerd kunnen worden door latere opbrengsten (Camp, Comer en How, 2006).