

2012•2013
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

Aandeelhouderschap voor de beursgang en de invloed op het IPO proces:
Studie voor België

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Grégory Kemps

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en
financiering*

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

Aandeelhouderschap voor de beursgang en de invloed op
het IPO proces: Studie voor België

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Grégory Kemps

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen: handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en
financiering*

Woord vooraf

In het kader van mijn universitaire studies Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt, heb ik gekozen om een masterproef te schrijven over de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op het IPO-proces voor Belgische ondernemingen. Deze masterproef vormt dan ook het sluitstuk van deze uiterst boeiende vijfjarige opleiding.

Om deze masterproef tot een goed einde te brengen, werd heel veel energie en tijd gespendeerd, niet enkel door mezelf maar ook door de mensen die me hulp en steun verleenden. In dit voorwoord wens ik dan ook al deze mensen te bedanken.

In de eerste plaats wens ik mijn ouders en zus te bedanken om mij steeds door dik en dun te steunen bij mijn studies en daarbuiten. Daarbovenop wens ik ook mijn naaste vrienden en studiegenoten te bedanken om er steeds te zijn wanneer ik hun hulp nodig had.

Verder gaat mijn dank en appreciatie uit naar mijn promotor, Prof. Dr. Sigrid Vandemaele. Haar hulp en raad waren onontbeerlijk bij het uitwerken van de structuur van het onderzoek alsook bij het uitvoeren van het empirisch onderzoek.

Samenvatting

Eén van de belangrijkste en meest besproken stappen in de ontwikkeling van een onderneming is de beursintroductie. Hierbij gaat de onderneming in kwestie voor de eerste maal haar aandelen aan het grote publiek aanbieden. Tot op heden is er in de literatuur erg veel onderzoek verricht naar beursintroducties. De invloed van aandeelhoudersstructuur vóór de beursintroductie werd tot op heden echter slechts zeer sporadisch aangehaald aangezien de traditionele modellen stelden dat een private onderneming voor haar beursgang meestal in handen was van één enkele ondernemer (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Dit is echter niet (meer) het geval aangezien er steeds vaker ook venture capitalists en andere kapitaalverschaffers in private ondernemingen zetelen. Zo kunnen we aldus twee belangrijke groepen onderscheiden in een private onderneming: enerzijds de insiders (het management, de oprichters, ...) en anderzijds de major capitalists (venture capitalists, business angels, moederondernemingen, ...). De eerste groep is voornamelijk gefocust op controle retentie. De tweede groep daarentegen, ziet de beursintroductie veelal als een exit mechanisme uit de onderneming (om zo een rendement te realiseren op hun investering). Gezien de verschillende objectieven van deze twee groepen lijkt het aannemelijk dat er ook een verschil is in het IPO proces wanneer één van deze twee groepen overheersend is. De centrale onderzoeksvraag luidt dan ook: "Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op het IPO proces?" Deze onderzoeksvraag is verder opgedeeld in drie deelvragen die elk handelen over een deel van het IPO proces: de proportie uitgegeven aan het publiek, de allocatie van de aandelen en de expliciete kosten van de beursintroductie. In de hoofdstukken 1 en 2 van Deel I wordt een uitgebreidere probleemstelling geformuleerd hieromtrent.

In Deel II van deze masterproef kan een uitgebreide literatuurstudie gevonden worden ten einde een beter inzicht te verschaffen in beursintroducties en het bijhorende proces. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op de beursintroductie zelf en enkele gerelateerde begrippen. Ook de geschiedenis van Belgische beursintroducties en de voor- en nadelen van een beursintroductie worden aangehaald. Zoals eerder gesteld worden bij een beursintroductie de aandelen van de onderneming voor de eerste maal aan het grote publiek aangeboden via de effectenmarkt. Dit publieke aanbod kan bestaan uit zowel primaire aandelen, nieuwe aandelen die worden uitgegeven om extra kapitaal op te halen, als secundaire aandelen, reeds bestaande aandelen die worden verkocht door de huidige aandeelhouders. De voordelen of eerder de motieven voor een beursintroductie zijn erg uiteenlopend. De belangrijkste motieven voor een beursintroductie zijn het ophalen van vers kapitaal, het financieren

van de groei, het verstevigen van de kapitaalstructuur, het verwerven van naamsbekendheid en het verbeteren van de verhandelbaarheid van het aandeel van de onderneming. Er zijn echter ook nadelen verbonden aan een beursintroductie. Deze behelzen onder andere verstrengde wettelijke verplichtingen, verminderde flexibiliteit, hoge kosten, en kans op verlies van controle.

In hoofdstuk 4 worden de verschillende aspecten van het IPO proces uitgebreid toegelicht. Er wordt toelichting gegeven omtrent de leadmanager, de green shoe, de lock-upperiode, de proportie van de aandelen die aan het publiek worden uitgegeven, de allocatie van de aandelen, de kosten van een beursintroductie en het verkoopmechanisme. De leadmanager is de een bank, bedrijf of andere instelling die de openbare uitgifte en de distributie van de aandelen van de onderneming beheert (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

Vervolgens wordt in hoofdstuk 5 een dieper inzicht verschaft in het fenomeen van underpricing. Dit doet zich voor wanneer de prijs van het aandeel op de eerste verhandelings(dagen) uitstijgt boven de uitgifteprijs van het aandeel waardoor een belegger die intekende op de beursintroductie een abnormale return realiseert ten opzichte van een evenredige investering in de beursindex (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). In de literatuur bestaan er drie visies omtrent underpricing: de eerste visie is gericht op de heterogene verwachtingen van beleggers, de tweede visie is gelinkt aan het gebruikte waarderingmodel bij het bepalen van de waarde van de onderneming en de derde visie is wat men traditioneel ziet als underpricing, namelijk het bewust lager zetten van de uitgifteprijs van het aandelen. Vervolgens worden ook de belangrijkste redenen aangehaald voor het underpricen van een aandeel. Deze houden onder andere in: het verkleinen van de informatieasymmetrie, de reputatie van de underwriter, bescherming tegen gerechtelijke vervolging en het signaleren van de kwaliteit van de onderneming.

In hoofdstuk 6 wordt er dieper ingegaan op de toetredingsprocedures voor de Belgische markten. Er zijn drie (belangrijke) Belgische markten waarop men een notering kan aanvragen: de Eerste markt van Brussel, een gereguleerde markt met strikte standaarden en informatieverplichtingen, Alternext Brussels, een markt gericht op het verschaffen van toegang tot een grotere groep van beleggers voor small- en mid-cap ondernemingen en tot slot de Vrije Markt van Brussel, een markt voor micro-cap ondernemingen waarop ze op een makkelijke manier de stap kunnen zetten naar een beursintroductie. Deze drie markten hebben elk een (enigszins) verschillende toetredingsprocedure. Voor de Eerste Markt van Brussel is deze veel

strikter gereguleerd als voor de andere twee markten. Ook de kosten van notering voor deze markt zijn hoger als voor de andere twee markten. Ook wat betreft de informatieverplichtingen, zijn de regels strenger voor de Eerste Markt van Brussel. Zo moet bijvoorbeeld alle financiële informatie gerapporteerd worden volgens de IFRS standaarden.

In Deel III van deze masterproef wordt het empirisch onderzoek besproken waarin getracht wordt om een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag en de afzonderlijke deelvragen. In hoofdstuk 7 worden de hypothesen die gelinkt zijn aan de verschillende onderzoeksvragen gevormd. In hoofdstuk 8 kan een beschrijving van de database gevonden worden en in hoofdstuk 9 worden de gebruikte variabelen kort toegelicht. Hoofdstuk 10 is volledig gewijd aan de onderzoeksopzet met de gebruikte methoden om de hypothesen te onderzoeken en de redenen voor inclusie van de onafhankelijke variabelen.

Hoofdstuk 11 bevat vervolgens de onderzoeksresultaten van de verschillende analyses die werden uitgevoerd. Hieruit blijkt dat voor de insiders van de onderneming controle retentie een zeer belangrijk gegeven is en dat ze aldus wensen zo weinig mogelijk aandelen uit te geven aan het publiek indien ze de controle hebben over de onderneming. Hun focus op controle retentie wordt nogmaals onderstreept door het feit dat de insiders weigerachtig staan ten opzichte van het aantrekken van nieuwe, grote (institutionele) aandeelhouders. Wat betreft de kosten van de beursintroductie wordt er teruggevonden dat de insiders verkiezen om deze zo veel mogelijk te drukken. Ze proberen zowel de mate van underpricing, om geen welvaartsverlies te lijden, als de promotionele uitgaven, om budgetrestricties te vermijden, zo laag mogelijk te houden. De major capitalists focussen voornamelijk op het gebruiken van de IPO als een exit mechanisme. Dit wordt onderstreept door de positieve relatie tussen het aantal secundaire aandelen in het aanbod en de proportie aandelen dat publiek uitgegeven wordt, alsook door de hogere promotionele uitgaven die ze wensen te maken om de uitgifte bekend te maken bij de beleggers met het oog op de verkoop van hun secundaire aandelen.

In Deel IV worden de conclusies gegeven. Algemeen kan er geconcludeerd worden dat de pre-IPO aandeelhoudersstructuur een zeer significante invloed heeft op het IPO-proces.

Inhoudsopgave

Deel I: Inleiding en probleemstelling	11
1. Inleiding	11
2. Probleemstelling	13
Deel II: Literatuurstudie	15
3. De beursintrodactie	15
3.1. Definitie en gerelateerde begrippen.....	15
3.2. Beursintrodacties in België.....	16
3.3. Motieven voor een beursintrodactie.....	18
3.3.1. Extra beroep op de openbare kapitaalmarkt.....	19
3.3.2. Financiering van de groei	20
3.3.3. Verbeteren van de verhandelbaarheid van het aandeel	21
3.3.4. Andere	21
3.3.5. Doelstelling niet expliciet vermeld in het prospectus.....	21
3.4. Nadelen van een beursintrodactie.....	24
3.4.1. Wettelijke informatieverplichtingen	24
3.4.2. Verminderde flexibiliteit.....	24
3.4.3. Kosten verbonden aan de notering	25
3.4.4. Verlies aan controle.....	25
3.4.5. Underpricing	26
4. Het IPO-proces	27
4.1. De leadmanager	27
4.2. De greenshoe.....	28
4.3. De lock-upperiode.....	29
4.4. De proportie aandelen aangeboden aan het publiek.....	30
4.5. De allocatie van de IPO-aandelen	30
4.6. Kosten van de introductie.....	31
4.7. Het verkoopmechanisme bij de introductie.....	32
4.7.1. De ‘fixed price’ methode.....	33
4.7.2. De ‘auction’ methode	33
4.7.3. De ‘bookbuilding’ methode	34
5. Underpricing	37
5.1. Underpricing van Belgische beursintrodacties	37
5.2. Drie visies op underpricing.....	38
5.3. Informatieasymmetrie	39
5.3.1. Informatieasymmetrie tussen insiders en outsiders	39

5.3.2.	Informatieasymmetrie tussen beleggersgroepen.....	40
5.3.3.	Oplossingen voor onderpricing door informatieasymmetrie	40
5.4.	De reputatie van de leadmanager.....	41
5.5.	Bescherming tegen gerechtelijke vervolging.....	41
5.6.	Signaalmodellen.....	42
5.7.	Behoud van controle over de onderneming.....	42
6.	Toetredingsprocedures Belgische markten	43
6.1.	De verschillende markten.....	43
6.1.1.	De Eerste Markt van Brussel	43
6.1.2.	Alternext Brussel.....	43
6.1.3.	De Vrije Markt van Brussel	44
6.2.	Toelatingsprocedure Eerste Markt van Brussel.....	45
6.2.1.	Kosten verbonden aan de notering	45
6.2.2.	Informatieverplichtingen	47
6.3.	Toelatingsprocedure Alternext Brussels.....	48
6.3.1.	Kosten verbonden aan notering	49
6.3.2.	Informatieverplichtingen	49
6.4.	Toelatingsprocedure Vrije Markt van Brussel	50
6.4.1.	Kosten verbonden aan notering	51
6.4.2.	Informatieverplichtingen	52
Deel III:	Empirisch onderzoek	53
7.	Onderzoeksvragen en hypothesen.....	53
7.1.	Centrale onderzoeksvraag en deelvragen.....	53
7.1.1.	Centrale onderzoeksvraag	53
7.1.2.	Deelvraag 1	53
7.1.3.	Deelvraag 2	53
7.1.4.	Deelvraag 3	53
7.2.	Te testen hypothesen.....	54
7.2.1.	Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek	54
7.2.2.	Allocatie van de post-IPO aandelen.....	55
7.2.3.	Expliciete kosten van een beursintroductie	56
8.	Data.....	59
8.1.	Samenstelling van de sample	59
9.	Variabelen	61
9.1.	Pre-IPO aandeelhoudersstructuur	61
9.1.1.	Deelnemingen insiders en major capitalists	61
9.1.2.	Secundaire verkopen	62

9.2.	Afhankelijke variabelen.....	62
9.2.1.	Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek.....	62
9.2.2.	Allocatie van de post-IPO aandelen.....	63
9.2.3.	Expliciete kosten van de beursintroductie.....	63
9.3.	Onafhankelijke controle variabelen.....	65
9.3.1.	Lock-up periode.....	65
9.3.2.	Underwriter reputatie.....	65
9.3.3.	Schulden.....	66
9.3.4.	Grootte van de onderneming.....	66
9.3.5.	Leeftijd van de onderneming.....	66
9.3.6.	Groeipotentieel van de onderneming.....	67
9.3.7.	Risico.....	68
9.3.8.	Sector-gerelateerde kenmerken.....	68
9.3.9.	Jaar van beursintroductie.....	68
10.	Beschrijvende statistieken.....	69
11.	Onderzoeksopzet.....	73
11.1.	Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek.....	73
11.2.	Allocatie van de post-IPO aandelen.....	75
11.3.	Expliciete kosten van de beursintroductie.....	77
11.3.1.	Underpricing.....	77
11.3.2.	Promotionele uitgaven.....	79
12.	Onderzoeksresultaten.....	81
12.1.	Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek.....	81
12.2.	Allocatie van de post-IPO aandelen.....	84
12.3.	Expliciete kosten van een beursintroductie.....	86
12.3.1.	Underpricing.....	86
12.3.2.	Promotionele uitgaven.....	87
Deel IV: Algemene conclusie en kritische reflectie.....		89
13.	Algemene conclusie.....	89
14.	Kritische reflectie.....	92
15.	Verder onderzoek.....	93
Lijst van geraadpleegde werken.....		95
Lijst van tabellen.....		101
Lijst van figuren.....		103
Bijlagen.....		105

Deel I: Inleiding en probleemstelling

1. Inleiding

Eén van de belangrijkste en meest besproken stappen in de ontwikkeling van een onderneming is de beursintroductie. In de wetenschappelijke en bedrijfseconomische literatuur zijn er reeds ontelbaar veel studies ondernomen naar de verschillende aspecten van de beursintroductie. Eén bepaald aspect waarop tot op heden erg gefocust werd is de aandeelhoudersstructuur van de onderneming na de beursintroductie terwijl de aandeelhoudersstructuur vóór de beursintroductie slechts sporadisch werd aangehaald. Deze masterproef probeert een duidelijk beeld te scheppen over de invloed van deze pre-IPO aandeelhoudersstructuur op het proces van de beursintroductie voor Belgische ondernemingen.

In dit eerste deel zal een probleemstelling volgen. Vervolgens wordt er verder gegaan met een studie van de reeds bestaande literatuur in Deel II. Hierin zal in de eerste plaats dieper ingegaan worden op wat een beursintroductie precies inhoudt. Zo wordt er een definitie gegeven van de beursintroductie en wordt de geschiedenis van de beursintroducties in België kort aangehaald. Ook de voordelen en nadelen van een beursintroductie zullen aan bod komen.

In het derde deel wordt een empirische studie opgezet waarbij de impact van de aandeelhoudersstructuur voor de beursintroductie op het IPO proces wordt getest voor 48 Belgische ondernemingen die overgingen tot een beursintroductie tussen 2005 en 2009.

Tot slot worden in het vierde en laatste deel van deze masterproef de algemene conclusies van het onderzoek gegeven.

2. Probleemstelling

Bij een IPO (initial public offering) oftewel een beursintroductie gaat een onderneming haar aandelen voor de eerste maal te koop aanbieden aan het grote publiek via de effectenbeurs. Enkele belangrijke redenen voor een beursintroductie zijn het bijeenbrengen van kapitaal ten einde de onderneming meer liquide te maken, het financieren van de groei en investeringen en het verbeteren van de verhandelbaarheid van de aandelen van de onderneming (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998). Al deze redenen voor het overgaan tot een beursintroductie hebben een belangrijke invloed op het verloop van het IPO proces.

De aandeelhoudersstructuur van de onderneming voorafgaand aan de beursintroductie heeft een zeer belangrijke invloed op het IPO proces (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Zoals reeds eerder aangehaald is de eerdere empirie vooral gericht op de aandeelhoudersstructuur na de beursintroductie, waardoor er nog belangrijke inzichten verschaft kunnen worden met betrekking tot de impact die de pre-IPO aandeelhoudersstructuur heeft op het IPO proces.

Traditioneel werd er vanuit gegaan dat ondernemingen voor de beursintroductie volledig in handen waren van één enkele ondernemer of ondernemersfamilie. Uit recentere literatuur blijkt echter dat dit slechts zelden nog het geval is. Ook in private ondernemingen (onderneming die nog niet op de beurs genoteerd zijn) is er steeds meer sprake van externe investeerders zoals venture capitalists, business angels en dergelijke. Het blijkt aldus dat we met betrekking tot de pre-IPO aandeelhoudersstructuur twee belangrijke groepen kunnen onderscheiden:

- enerzijds zijn er de besturende aandeelhouders of insiders, zoals het management en de stichters van de onderneming,
- anderzijds zijn er ook de niet-besturende aandeelhouders of major capitalists zoals venture capitalists, business angels en andere ondernemingen.

Het behouden van de beslissingsmacht op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders na de beursintroductie is van groot belang voor de eerste groep, terwijl de tweede groep hier een veel kleiner belang aan schenkt (Braun & Fawcett, 2006). Daarnaast zijn de besturende aandeelhouders ook erg bezig met het behouden van hun operationele controle na de beursintroductie om als dusdanig van hun private voordelen te kunnen blijven genieten (Zingales, 1995).

De tweede groep, de niet-besturende aandeelhouders of major capitalists, zijn zoals eerder gesteld veel minder bezig met behouden van de controle omdat zij veeleer gefocust zijn op het behalen van een return op hun investering en de beursintroductie bijgevolg voornamelijk zien als een exit mechanisme uit de onderneming om hun return te verzilveren (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008).

Rekening houdende met deze tegengestelde belangen van de twee verschillende groepen in de onderneming is het aannemelijk om te veronderstellen dat er belangrijke verschillen zitten in het IPO proces wanneer één van deze twee groepen overheersend is. Bijgevolg luidt de centrale onderzoeksvraag dan ook: *“Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op het IPO-proces van Belgische ondernemingen?”*

De doelstelling van deze masterproef is dan ook om een empirische studie op te stellen die de impact meet van de aandeelhoudersstructuur voor de beursgang op het IPO proces aan de hand van 48 Belgische beursintroducties.

Deel II: Literatuurstudie

3. De beursintroductie

3.1. Definitie en gerelateerde begrippen

Bij een **beursintroductie** of **IPO (Initial Public Offering)** gaat een onderneming een publieke notering aanvragen. Dit doet de onderneming om (extra) eigen vermogen aan te trekken via de primaire kapitaalmarkt of om secundaire aandelen aan te bieden (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). De onderneming in kwestie gaat op dat moment voor de eerste maal (een bepaalde fractie van) haar aandelen aanbieden aan het grote publiek. De mate waarin het hier gaat om extra eigen vermogen wordt bepaald door het percentage nieuwe aandelen in het volledige publieksaanbod, bij verkoop van bestaande aandelen wordt er namelijk geen extra eigen vermogen gecreëerd.

Het aanbod voor het publiek bij een beursintroductie bestaat meestal uit een combinatie van primaire en secundaire aandelen. Het is echter ook mogelijk dat de IPO volledig bestaat uit één van de twee aandelentypes maar dit is niet zo courant als een gemengd aanbod. Uit een analyse van de Eerste Markt van Brussel blijkt namelijk dat bij 28% van de beursintroducties enkel primaire aandelen worden aangeboden en de gevallen waarbij enkel secundaire aandelen worden aangeboden zijn nog schaarser met 18% van de beursintroducties (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). **Primaire aandelen** zijn nieuwe aandelen, waarbij de opbrengsten gegenereerd door de beursintroductie bestemd zijn voor de onderneming, die daarmee haar groei kan financieren of schulden kan terugkopen. **Secundaire aandelen** zijn reeds bestaande aandelen die door de bestaande aandeelhouders worden aangeboden aan het publiek. Deze aandeelhouders hebben recht op de opbrengsten van de beursintroductie en kunnen deze opbrengsten gebruiken om te consumeren of om hun risico te diversifiëren (Rydqvist & Hogholm, 1995).

In lijn met de verschillende types van aandelen zijn er ook verschillende types van kapitaalmarkten. De **primaire kapitaalmarkt** is de markt waarop de uitgifte van nieuwe aandelen (of obligaties) plaatsvindt. Echter, wanneer reeds bestaande (secundaire) aandelen of obligaties verhandeld worden, zal dit steeds gebeuren op de **secundaire kapitaalmarkt**.

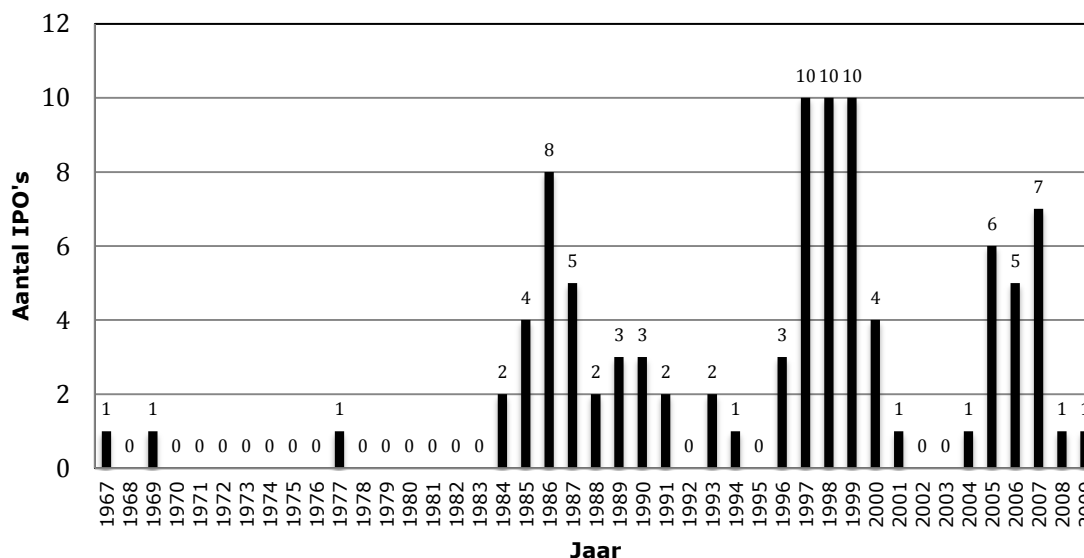
De **beurskapitalisatie** of **beurswaarde** van een onderneming op een bepaald tijdstip is de koers van het aandeel op dat moment vermenigvuldigd met het aantal uitstaande aandelen. Aangezien de beurskoers (binnen zekere limieten) kan fluctueren van het ene tijdstip tot het andere, fluctueert eveneens de beurskapitalisatie.

3.2. Beursintroducties in België

Als de kapitaalmarkt volledig efficiënt zou werken, zouden ondernemingen op elk moment een juiste prijs voor hun aandelen krijgen en beursintroducties min of meer gelijkmatig in de tijd zijn gespreid (indien er vanuit gegaan wordt dat ook de investeringsopportuniteiten zich gelijkmatig in de tijd voordoen). In werkelijkheid komen beursintroducties echter voor in golven (Janssen, 2011).

Begin jaren tachtig viel er geen enkele beursintroductie te noteren. Midden jaren tachtig komt de Belgische IPO-markt echter tot ontwikkeling met 17 beursintroducties op drie jaar tijd maar begin jaren negentig droogt de IPO-markt opnieuw op. Vanaf 1997 kent de Belgische IPO-markt opnieuw een explosieve ontwikkeling met meer dan 50 beursintroducties in elf jaar (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

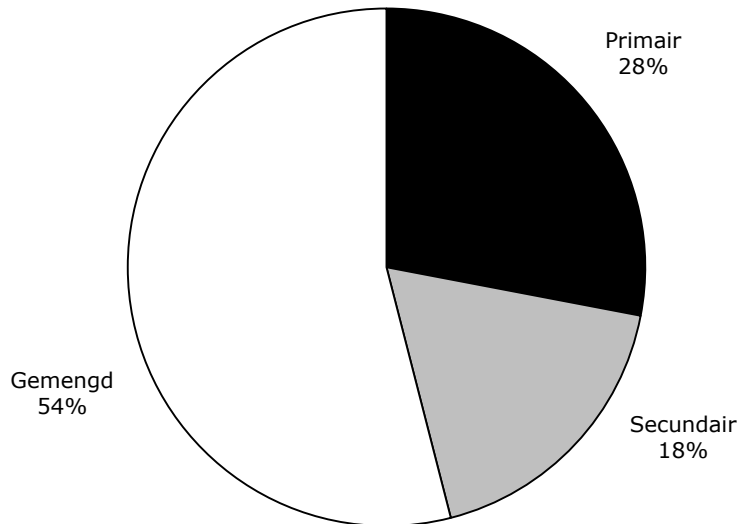
Ook op de vrije markt, Alternext, het vroegere Euro.NM Belgium, het vroegere Easdaq en Nasdaq vielen er nog enkele Belgische beursintroducties te noteren.



Figuur 1: Aantal IPO's van Belgische ondernemingen op de Eerste Markt van de Beurs van Brussel (1967-2009) (Bron: Laveren et al., 2009 met eigen aanvullingen)

Het type ondernemingen dat tot een beursintroductie overging in België wordt beschreven door Laveren, Engelen, Limère en Vandemaele (2009) en kan worden samengevat als volgt:

- De **profielen** van de Belgische beursintroducties zijn erg uiteenlopend. Zo zijn er een aantal typisch familiale ondernemingen die hun weg naar de beurs vonden zoals Van de Velde, Kinopolis en Miko. Ook enkele andere types van bedrijven, zonder familiaal karakter, gingen over tot een IPO. Een eerste type zijn de ondernemingen die tot een grotere groep behoren zoals Agfa-Gevaert en Mobistar. Een tweede type zijn jonge groeibedrijven zoals ThromboGenics. Tot slot werden ook nog enkele overheidsbedrijven zoals Belgacom en GIMV naar de beurs gebracht.
- Op het gebied van **leeftijd** is er ook een diversiteit te merken. De grootste groep van beursintroducties betreft bedrijven tussen 6 en 15 jaar oud. Ook bedrijven tussen 16 en 30 jaar zijn goed vertegenwoordigd binnen de beursintroducties. Opvallend is dat zowel de oudste bedrijven (ouder dan 60 jaar) als de jongste bedrijven (5 jaar of jonger) ook sterk vertegenwoordigd zijn.
- Inzake **beurskapitalisatie** blijkt dat het grootste deel van de beursintroducties, bedrijven betrof met een beurskapitalisatie die kleiner is dan 100 miljoen EUR. De enige grote ondernemingen die een beursnotering aanvroegen over de periode 1997-2009 waren Inbev, Belgacom, Mobistar, Elia en Afga-Gevaert.
- Met betrekking tot de **verhouding primaire / secundaire aandelen** van het aanbod merken we op dat een beursintroductie slechts uitzonderlijk bestaat uit 100% nieuwe aandelen. Dit kan ook gezien worden in Figuur 2. In tegenstelling tot in de Verenigde Staten, waar traditioneel een groot deel nieuwe aandelen in het aangeboden pakket zitten en IPO's met enkel secundaire aandelen nagenoeg onbestaande zijn, komen in België zowel puur primaire als puur secundaire als gemengde introducties voor (Huyghebaert & Van Hulle, 2006). Wanneer er van een gemengd aanbod gesproken wordt, bestaat het grootste deel meestal uit bestaande aandelen. In 28% van de bestudeerde beursintroducties was er sprake van een volledig aanbod van nieuwe aandelen. In 18% van de gevallen werden enkel bestaande aandelen naar de beurs gebracht. In de meerderheid van de beursintroducties (54%) ging het over een gemengd aanbod.



Figuur 2: Aard van het aanbod van de IPO's op de Eerste Markt van de Beurs van Brussel (1997-2009) (Bron: Laveren et al., 2009 met eigen aanvullingen)

3.3. Motieven voor een beursintroductie

De beslissing om naar de beurs te gaan is één van de belangrijkste beslissingen binnen de bedrijfsfinanciering. Hoewel er reeds vele theorieën zijn omtrent de motieven van ondernemingen om over te gaan tot een beursgang, is er zeer weinig empirische evidentie die deze theorieën ondersteunt. Een algemeen aanvaarde uitleg is dat een beursintroductie een logische stap is in de groei van een onderneming. Maar zoals blijkt uit het feit dat zowel jonge als oudere bedrijven de stap naar de beurs zetten en sommige bedrijven net de keuze maken om niet naar de beurs te gaan, kan de groeifactor niet de enige verklaring zijn (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998; Bancel & Mittoo, 2009).

In Tabel 1 kan u een overzicht terugvinden van de redenen om over te gaan tot een IPO zoals opgegeven in het prospectus van de onderneming. Volgens Laveren, Engelen, Limère en Vandemaele (2009) zijn zeer belangrijke redenen het verstevigen van de kapitaalstructuur met het oog op interne en externe groei en de financiering van bedrijfskapitaal. Daarnaast wijzen de auteurs ook nog op het belang van enkele redenen die niet expliciet in het prospectus vermeld werden zoals een objectieve waardering met het oog op een eventuele latere verkoop van de onderneming of een verzilvering.

<i>Doelstelling</i>	<i>Aantal vermeldingen in de prospectus</i>
Mogelijkheid om extra beroep te doen op de openbare kapitaalmarkt	25
Naambekendheid	23
Versteviging van de kapitaalstructuur met het oog op groei	21
Personeel nauwer bij de onderneming betrekken	21
Aantrekken van bekwaam personeel	14
Mogelijkheid tot verdere overnames	11
Verbeteren van de liquiditeitspositie	6
Stroomlijnen overgang naar volgende generatie	5

Tabel 1: Overzicht van de doelstellingen bij een beursintroduktie vermeldt in de prospectussen voor IPO's van 1995-1999 (Bron: Engelen, 1999)

3.3.1. Extra beroep op de openbare kapitaalmarkt

Volgens de theorie van de bedrijfsfinanciering zou een onderneming pas mogen kiezen voor een beursintroduktie als alle andere mogelijke financieringsbronnen ofwel volledige uitgeput zijn, ofwel te duur te zijn. Pas wanneer er geen valabel alternatief bestaat dat aan een lagere kostprijs dezelfde voordelen oplevert, kan een bedrijf een beursintroduktie overwegen (Engelen, 1999a).

Pagano en Roëll (1998) tonen echter aan dat ondernemingen die om hun groei te financieren, behoefte hebben aan grote hoeveelheden vers kapitaal in verhouding tot hun waarde, vaak een beursintroduktie verkiezen boven alternatieve financieringsvormen. Een beursgang schenkt immers aan de bestaande aandeelhouders het voordeel dat de nieuwe aandeelhouders zich niet te veel met het dagelijkse bestuur van de onderneming zullen mengen. Wanneer de onderneming reeds genoteerd is op de beurs, zal in de toekomst bovendien makkelijker beroep gedaan kunnen worden op de openbare kapitaalmarkt door middel van een nieuwe uitgifte (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

De uitgifte van aandelen op deze publieke kapitaalmarkt kan voor de onderneming ook het aantrekken van extra vreemde middelen vergemakkelijken, die bovendien goedkoper zijn. Het goedkoper en beter beschikbaar worden van deze financieringsmiddelen kan drie redenen hebben:

- In de eerste plaats is de onderneming na de beursgang een veiliger ontlenaar aangezien zij haar solvabiliteitsratio verbetert. Dit geldt echter enkel wanneer er (ook) nieuwe aandelen worden aangeboden (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998).
- Daarnaast moet de onderneming na de beursgang veel meer informatie beschikbaar stellen aan het publiek. Hierdoor moet de uitlenaar van de financiële middelen minder tijd en geld spenderen om informatie over de kredietwaardigheid van de onderneming te verzamelen waardoor de interestkost voor de onderneming lager is (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998).
- Tot slot wordt ook aangetoond dat genoteerde ondernemingen meer onderhandelingsmacht hebben ten opzichte van banken omdat ze met de publieke kapitaalmarkt nu over een bijkomende financieringsmogelijkheid beschikken (Rajan & Zingales, 1995).

3.3.2. Financiering van de groei

De versteviging van de kapitaalstructuur met het oog op interne en externe groei is zoals reeds aangehaald door Laveren, Engelen, Limère en Vandemaele (2009) een zeer belangrijk motief om over te gaan tot een beursintroduktie.

In de huidige veranderende bedrijfsomgeving die gekenmerkt is door deregulering en technologische veranderingen is de doelstelling ontstaan om de onderneming groter te maken door middel van overnames en / of fusies. Doordat de financiële middelen die hiervoor nodig zijn niet meer intern gegenereerd kunnen worden, is de stap naar de openbare kapitaalmarkt een noodzaak geworden (Janssen, 2011).

Ook zijn er de hightech-ondernemingen, zoals ThromboGenics en Ablynx, die al zeer belangrijke en bovendien omvangrijke investeringen moeten doen nog voor er een product ontwikkeld is. Om deze riskante investeringen te kunnen financieren gaan deze bedrijven dan ook vaak al zeer vroeg over tot een beursintroduktie. Naast de financiële middelen die ze op deze manier ophalen zijn er voor deze, relatief onbekende, ondernemingen nog andere voordelen verbonden aan de beursgang zoals publiciteit en een verhoogde aantrekkelijkheid voor het aantrekken van hooggeschoold personeel (Janssen, 2011).

3.3.3. Verbeteren van de verhandelbaarheid van het aandeel

Aandelen van een onderneming die niet op de beurs genoteerd is, kunnen niet zomaar vrij verhandeld worden. Deze aandelen kunnen enkel verkocht worden indien er een tegenpartij gevonden wordt die bereid is om deze aandelen over te nemen. Dit brengt natuurlijk een kost mee voor de partij die wil verkopen aangezien deze op zoek moet gaan naar de andere partij en deze moet screenen. Wanneer aandelen op een georganiseerde markt verkocht kunnen worden is dit goedkoper, en zeker voor kleine aandeelhouders die op korte termijn willen verhandelen (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998).

3.3.4. Andere

Naast de eerder besproken motieven, zijn er nog enkele andere, enigszins minder belangrijke motieven om over te gaan tot een beursintroductie. In de eerste plaats zorgt de IPO voor een verhoogde **naambekendheid** voor de onderneming. In dit opzicht fungeert de IPO in zeker zin als een reclameboodschap. Hierdoor verhoogt enerzijds de *product awareness*, waardoor het product bekender wordt bij het grote publiek. Anderzijds zal de onderneming ook makkelijker bekwaam personeel kunnen aantrekken. Volgens Rydqvist en Högholm (1995) kan met een beurs-introductie ook de betrokkenheid van het personeel verhoogd worden. Ze stellen dat de motivatie van de werknemer verhoogt kan worden door het geven van *employee stock ownership incentives*.

3.3.5. Doelstelling niet expliciet vermeld in het prospectus

Zoals reeds eerder aangehaald geeft Engelen (1999) nog enkele andere motieven voor een beursintroductie die meestal niet of slechts sporadisch in het prospectus vermeld worden, terwijl deze toch vaak erg belangrijk zijn. Wanneer er bij de beursintroductie voornamelijk of louter bestaande aandelen worden aangeboden, lijken de achterliggende motieven voor de IPO vooral betrekking te hebben op de bestaande aandeelhouders en minder op de vennootschap zelf (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

- a) Een eerste motief is **een objectieve waardering met het oog op een eventuele latere verkoop van de onderneming**. De huidige aandeelhouders kunnen door het verkopen van een klein deel van hun

bestaande aandelen, mogelijk het surplus verhogen dat ze ontvangen bij een toekomstige verkoop van hun andere aandelen. In dat opzicht zien deze aandeelhouders de beursintroductie als een waardemaximaliserende beslissing. Door de grotere verhandelbaarheid van aandelen, eigendomsrechten en cashflow-rechten die volgt uit een beursintroductie kan de oorspronkelijke aandeelhouder de structuur van zijn eigendomsrecht zelf bepalen en als dusdanig de totale winst die hij haalt uit een eventuele verkoop maximaliseren (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998). Een vaststelling die hiermee volledig in lijn is, is die van Zingales (1995) dat in de eerste drie jaren na de beursgang, de overdracht van de controle veel hoger is dan normaal. Dit wijst opnieuw op het belang van de beursgang als een stap in de verkoop van de onderneming.

- b) Er is voor de bestaande aandeelhouders nog een ander motief om over te gaan tot beursintroductie. In familiale ondernemingen is het vermogen van de eigenaars (aandeelhouders) vaak volledig of voor het grootste deel in de onderneming vervat. Door middel van een beursgang kunnen deze aandeelhouders een gedeelte van hun aandelen **verzilveren zonder de controle over de onderneming te verliezen**. Een tweede motief dat nauw met het voorgaande vervlochten is, is een **betere diversificatie van het vermogen**. Door de verkoop van een deel van de aandelen en de vrijgekomen middelen te investeren in alternatieve beleggingen kan het risico van het vermogen van de aandeelhouders gediversifieerd worden. Dit is een belangrijk motief voor familiale ondernemingen aangezien het vermogensrisico nagenoeg volledig samenvalt met het ondernemingsrisico. Ook voor venture capitalists is een beursgang een zeer belangrijke exit-strategie (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

Pagano (1993) stelde vast dat hoe sterker de initiële aandeelhouders gericht zijn op het diversifiëren van hun risico, hoe groter de fractie bestaande (secundaire) aandelen in het aanbod bij de beursintroductie én hoe hoger de marktactiviteit meteen na de beursintroductie, rekening houdend met de risicoperceptie van de publieke beleggers. Indien er meer bestaand kapitaal wordt verhandeld, geeft men immers een signaal aan de publieke beleggers dat de motieven voor de beursgang, niet degene zijn die expliciet in het prospectus vermeld worden en dat de beursgang niet (of minder) in functie is van de continuïteit van de onderneming.

Het aanbieden van secundaire aandelen met het oog op diversificatie van het risico kan ook voordelig zijn voor de werking van de onderneming. Wanneer er te veel primaire aandelen worden uitgegeven ontstaat er, naast de kosten als gevolg van informatie-asymmetrie (zie Sectie 0), de mogelijkheid dat er een overfinanciering van de onderneming plaatsvindt, wat een negatief effect heeft op de aandelenprijs. Echter moet het IPO-aanbod groot genoeg zijn om voldoende marktaanwezigheid, ook wel *investor recognition*, te creëren. Het opnemen van secundaire aandelen in het aanbod kan in deze gevallen soelaas bieden aangezien overfinanciering voorkomen wordt en er toch voldoende investor recognition gecreëerd wordt (Huyghebaert & Van Hulle, 2006).

- c) Een derde motief voor een beursgang is terug te vinden in de zogenaamde **windows of opportunity**. Dit doet zich voor wanneer andere ondernemingen in dezelfde sector als de onderneming die een beursgang overweegt overgewaardeerd zijn en deze ondernemingen bijgevolg een zeer hoge *market-to-book* ratio (de verhouding tussen de beurs- en de boekwaarde) hebben. Dit geeft aan de huidige onderneming een motief om over te gaan tot een beursintroductie (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998). Deze *windows of opportunity* ontstaan wanneer de investeerders het winstpotentieel van bepaalde ondernemingen overschatten. Indien de onderneming de stap naar de beurs kan zetten en aandelen uitgeven zonder dat de investeerders zich bewust zijn van deze overschatting, zal de onderneming een hogere aandelenprijs kunnen realiseren dan onder normale omstandigheden.

Volgens Pagano, Panetta en Zingales (1998) zijn de *windows of opportunity* eveneens erg belangrijk in de context van *carve-outs* of gedeeltelijke spinoffs. Hier ligt, in tegenstelling tot de beursgang van een onafhankelijke onderneming waar het vaak gaat om het herstellen van het evenwicht in de balans, het motief van de beursintroductie in het maximaliseren van de winst bij verkoop van de aandelen. Zoals eerder besproken zal er dus een hogere prijs voor de aandelen gerealiseerd kunnen worden in deze *windows of opportunity*. Dat dit het belangrijkste motief is bij het ter beurze gaan van een *carve-out* is niet verwonderlijk. Het louter bij elkaar brengen van financiële middelen als doel van de beursintroductie van een *carve-out* is zinloos aangezien de dochter reeds via haar moeder financiële middelen kan ophalen op de beurs.

3.4. Nadelen van een beursintroductie

Naast de voordelen die in de vorige sectie besproken werden zijn er echter ook nadelen verbonden aan een beursintroductie. Een onderneming die overweegt om de stap naar de beurs te zetten moet een zeer goede afweging maken van de voor- en nadelen van deze beslissing.

3.4.1. Wettelijke informatieverplichtingen

Een onderneming die overgaat tot een beursintroductie zal in de toekomst aan veel meer informatieverplichtingen moeten voldoen. Hier kunnen twee soorten informatieverplichtingen worden onderscheiden: introductie-informatie en continue informatieverplichtingen. Specifieke voorbeelden van de informatie-verplichtingen zijn: het opstellen van een prospectus bij de beursintroductie alsook bij daaropvolgende emissies, het opstellen van halfjaarlijkse verslagen, de verspreiding van occasionele informatie, de openbaarmaking van de aandeel-houdersstructuur en het verstrekken van corporate governance-informatie zoals de dividendpolitiek. Op die manier zal de onderneming vaak waardevolle informatie moeten bekendmaken aan het publiek, die ook zeer nuttig kan zijn voor de concurrentie (Engelen, 1999b; Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

3.4.2. Verminderde flexibiliteit

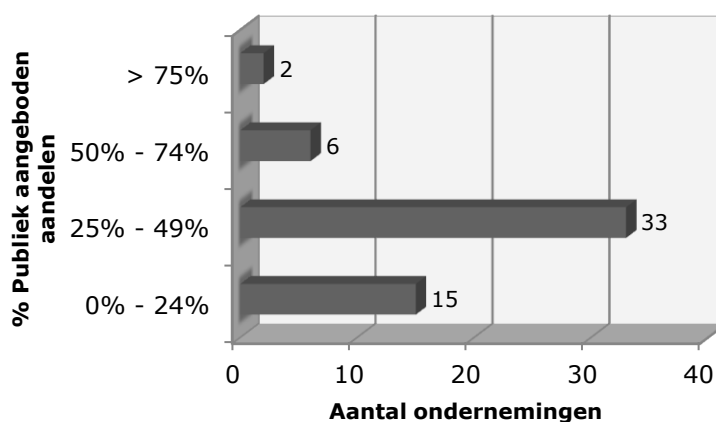
Een nadeel dat rechtstreeks volgt uit de wettelijke informatieverplichtingen uit de vorige paragraaf is de verminderde flexibiliteit bij het opstellen van de financiële resultaten, wat resulteert in een lagere winst na belastingen. Pagano, Panetto en Zingales (1998) merken hieromtrent op dat de belastingdruk van ondernemingen die naar de beurs zijn gegaan vlak na de introductie met 2% verhoogt. Volgens Laveren, Engelen, Limère en Vandemaele (2009) bestaat de mogelijkheid dat private ondernemingen hun belastingdruk kunnen verlagen in vergelijking met genoteerde ondernemingen door het voeren van creatieve boekhouding. Ondernemingen die de stap naar de beurs gaan zetten zullen in de jaarrekening een waarheidsgetrouw beeld willen scheppen van de waarde van de onderneming. Dit in tegenstelling tot de private ondernemingen, die er alles aan doen om hun waarde zoveel mogelijk te verbergen voor de belastingdiensten ten einde minder belastingen te moeten betalen (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998).

3.4.3. Kosten verbonden aan de notering

Aan een beursintroductie en -notering zijn natuurlijk ook directe kosten verbonden. In de eerste plaats zijn er de eenmalige kosten bij introductie zoals registratiekosten, kosten van de uitgiftebegeleidende bank (*underwriter*) en intekencosten. Daarnaast zijn er ook nog de jaarlijks weerkerende kosten die verbonden zijn aan de notering. Hieronder horen onder andere de kosten voor het laten auditeren van de onderneming, de certificeringskosten, de publicatiekosten van de jaarrekening en de beurskosten (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998). Aangezien dit vaste kosten zijn en deze dus niet gerelateerd zijn aan de grote van de onderneming, wegen deze zwaarder op kleinere ondernemingen die een beursintroductie overwegen.

3.4.4. Verlies aan controle

Eén van de belangrijkste nadelen verbonden aan een beursgang, is volgens Engelen (1999a) en Zingales (1995) het mogelijke verlies aan controle. De grote verspreiding van het aandelenkapitaal ten gevolge van een beursintroductie kan er voor zorgen dat er een concentratie ontstaat bij een bepaalde externe aandeelhouder. De kans op een vijandige overname in België moet echter heel sterk worden gerelativeerd door de gecombineerde werking van de wettelijke reglementering van de Transparantiewet en de reglementering van het openbare overnamebod. De Transparantiewet verplicht elke natuurlijke of rechtspersoon om het bezit of de verwerving te melden van elke 5%-schijf van de stemrecht-verlenende effecten. Hierdoor is het onmogelijk geworden om via stille aankopen op de beurs een substantieel aandelenpakket te veroveren.



Figuur 3: Percentage aandelen dat door de IPO's op de Eerste Markt publiek werd aangeboden in de periode 1997 – 2009 (Bron: Laveren et al, 2009 met eigen aanvullingen)

Bovendien sluit de overnamereglementering een gedeeltelijk overnamebod uit en sluit het geconcentreerde aandeelhouderschap van de meeste Belgische beursgenoteerde vennootschappen *de facto* een overname uit (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Bovendien is de kans bijzonder klein dat een onderneming bij haar IPO meer dan 50% van de aandelen op de beurs zal brengen. In de periode tussen 1997 en 2009 gebeurde dit slechts in 14% van de gevallen (zie Figuur 3).

3.4.5. Underpricing

Een laatste nadeel dat voorkomt in de literatuur is dat van *underpricing* ten gevolge van *adverse selection*, een vorm van informatieasymmetrie. Underpricing verwijst naar het fenomeen waarbij de koers van een aandeel op de eerste verhandelingsdag(en) ten opzichte van de uitgifteprijs stijgt (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009) en zal dieper worden toegelicht in Sectie 0.

Binnen de structuur van een onderneming is het mogelijk om drie verschillende partijen te onderscheiden: de verstrekkers van eigen vermogen (aandeelhouders), de verstrekkers van vreemd vermogen (schuldeisers) en het managementteam van de onderneming. Elk van deze partijen zullen verschillende doelstellingen nastreven waardoor belangenconflicten onvermijdelijk zijn. De interesse van de aandeelhouders is voornamelijk gefocust op het realiseren van dividenden en kapitaalmeer-waarden, terwijl die van de schuldeisers eerder uitgaat naar het ontvangen van de interesten en de aflossingsbetalingen. Het managementteam zal dan weer proberen om zowel de geldelijke als de niet-geldelijke beloningen te maximaliseren. De conflicten die ontstaan tussen deze partijen leiden onvermijdelijk tot kosten. Naar deze kosten wordt in de literatuur ook verwezen als *agency kosten* en deze bevatten zowel werkelijke kosten als opportuiniteitskosten. Een voorbeeld van werkelijke kosten kan gevonden worden in de kosten die gemaakt worden voor toezicht en controle. Opportuiniteitskosten ontstaan bijvoorbeeld door het nemen van suboptimale beslissingen die het welzijn van de onderneming niet op de eerste plaatst zetten (Jensen & Meckling, 1976; Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

Een verdere bespreking van underpricing stellen we uit tot Sectie 0.

4. Het IPO-proces

Het IPO-proces gaat van start wanneer de onderneming de beslissing heeft genomen dat een beursintroductie de juiste stap is voor de toekomst.

4.1. De leadmanager

De eerste taak die uitgevoerd dient te worden aan het begin van het IPO-proces is de keuze van de *leadmanager*, de *underwriter* of de *uitgiftebegeleidende instelling*. Dit is een bank, bedrijf of andere instelling die de openbare uitgifte en de distributie van de aandelen van de onderneming beheert (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Het kiezen van de juiste leadmanager is van cruciaal belang in het IPO-proces aangezien deze kwalitatief goede investeerders dient aan te trekken en dergelijke. Het marketingproces van de IPO is ook van zeer groot belang. De identiteit van de leadmanager doet dienst als een kwaliteitslabel voor de IPO. Bepaalde financiële instellingen hebben een reputatie opgebouwd op het vlak van beursintroducties en hebben een uitgebreid netwerk aan contacten met potentiële investeerders (Janssens, 2005).

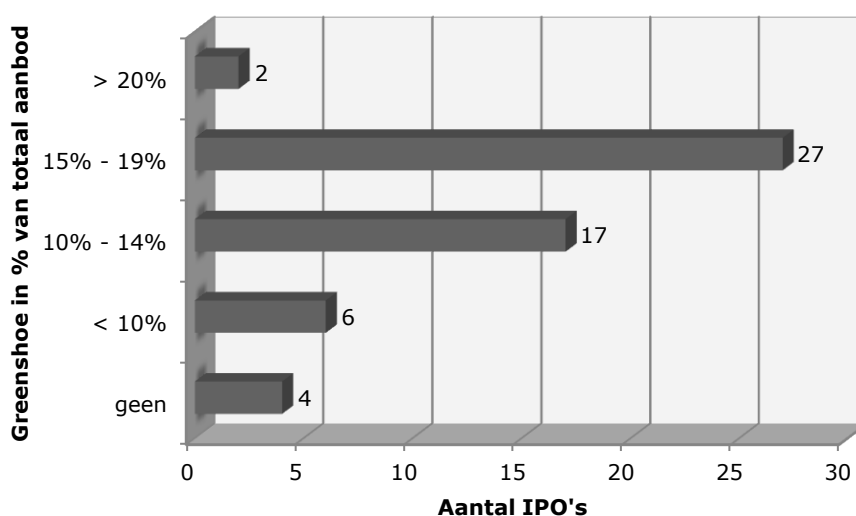
Volgens Ghekiere en Denys (1997) kunnen volgende taken gezien worden als de taken van de leadmanager:

- *de algemene coördinatie en organisatie van de verrichting;*
- *het bepalen van de structuur, de omvang en de timing van de verrichting;*
- *de organisatie van het zorgvuldigheidsonderzoek;*
- *het leveren van input bij de redactie van het prospectus;*
- *het bepalen van de introductieprijis;*
- *het coördineren van de contacten met de Financial Services and Markets Authority (FSMA) en de Marktautoriteit van Euronext Brussels;*
- *de marketing en het publiek maken van het aanbod;*
- *het organiseren van het plaatsingssyndicaat;*
- *het organiseren van de 'road-shows' en de 'one-on-ones' met institutionele beleggers;*
- *het bijhouden van het orderboek en het alloceren van de aandelen tussen de beleggers volgens de objectieven van de onderneming met betrekking tot de samenstelling van haar aandeelhouderschap.*

Eén van de belangrijkste taken van de leadmanager is dus het bepalen van de prijs waaraan het aandeel geïntroduceerd zal worden op de beurs (Engelen, 2000). In dit opzicht blijkt het *Discounted-Cashflow (DCF) model* de methode bij uitstek geworden. Deze waardebeoordeling wordt daarnaast eveneens vergeleken met andere modellen zoals de *price/earnings-ratio* of het *Dividend Discount Model (DDM)* (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Bij de bepaling van de aandelenprijs is er ook een link met onderpricing maar de bespreking ervan stellen we opnieuw uit tot sectie 0.

4.2. De greenshoe

De *greenshoe*, die ook wel eens de overtoewijzingsoptie wordt genoemd, is een bepaling die in het introductieproces opgenomen kan worden. De onderneming of de aandeelhouder die zich van zijn aandelen wil ontdoen geeft de leadmanager de mogelijkheid om gedurende een bepaalde periode (meestal 30 dagen) een extra pakket aandelen te verwerven tegen de introductieprijs van de verrichting (Engelen, 1999b). Op die manier heeft de leadmanager meer aandelen ter zijner beschikking wanneer er overingeschreven is op het IPO-aanbod (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). De leadmanager gebruikt deze 'extra' aandelen dus om de aandelenprijs te stabiliseren. De omvang van de greenshoe bedraagt in het merendeel van de gevallen om en bij de 15%. In Figuur 4 kan u een overzicht zien van het gebruik van een greenshoe bij de Belgische IPO's van 1997 - 2009. Uit de figuur wordt eveneens duidelijk dat het gebruik van een greenshoe zeer vaak voorkomt met slechts vier IPO's die er geen gebruik van maakte.

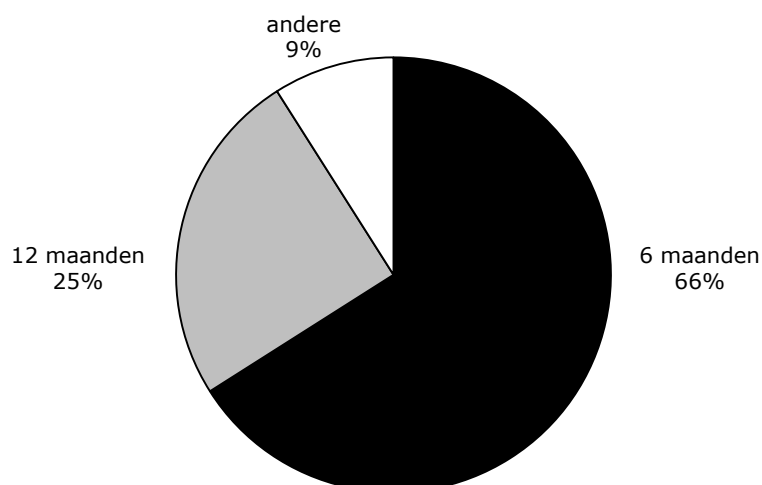


Figuur 4: Gebruik van een greenshoe bij IPO's op de Eerste Markt (1997 - 2009)
(Bron: Laveren et al. 2009, met eigen aanvullingen)

4.3. De lock-upperiode

De lock-upperiode bij een beursintroductie behelst de contractuele verbintenis tussen de (controleerende) aandeelhouders en de leadmanager waarin de overdrachtsbeperkingen worden opgenomen. De reden van deze lock-upperiode is dat de leadmanager de aandelenkoers vlak na de beursintroductie kan stabiliseren. Een voorbeeld ter illustratie: indien een belangrijke aandeelhouder zeer kort na de beursgang een groot deel van de aandelen zou verkopen, bestaat de mogelijkheid dat een efficiënte koersvorming verstoord wordt. Dit gebeurt door een tijdelijk overaanbod van de aandelen in vergelijking met de vraag naar de aandelen in de markt (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Een tweede reden voor de lock-upperiode is het verkleinen van de kans dat insiders van de onderneming voordeel halen uit earnings management, door de investeerders meer tijd te geven om de onzekerheid over de ondernemingswaarde te verkleinen zonder dat de insiders hun aandelen kunnen verkopen (Mohan & Chen, 2001). Teoh, Welch en Wong (1998) halen immers aan dat een onderneming die naar beurs gaat vlak voor de IPO aan earnings management doet om de verwachtingen van de investeerders naar haar hand te zetten. De lock-upperiode kan dus ook gezien worden als een mechanisme om insiders te ontmoedigen om de toekomst van de onderneming te overschatten.

De duur van de lock-upperiode varieert sterk tussen de verschillende IPO's maar een duur van zes maanden (180 dagen) lijkt de norm te zijn volgens Mohan en Chen (2001). Dit vinden we ook terug voor de Belgische IPO's in Figuur 5.



Figuur 5: Gebruik van een lock-upperiode bij IPO's op de Eerste Markt van de Brusselse Beurs voor de periode tussen 1997 en 2009 (Bron: Laveren et al, 2009 met eigen aanvullingen)

4.4. De proportie aandelen aangeboden aan het publiek

Zoals reeds eerder besproken in Sectie 3.4.4 is een belangrijke beslissing in het introductieproces de beslissing welke fractie van de aandelen aan het publiek aangeboden zal worden. In de context van deze masterproef is het nodig om een onderscheid te maken tussen de motieven hieromtrent van de besturende en de niet-besturende aandeelhouders. Zoals reeds werd aangehaald zijn de **besturende aandeelhouders**, aandeelhouders die eveneens instaan voor het beleid van de onderneming als het managementteam (of leden van de Raad van Bestuur). De **niet-besturende aandeelhouders** betreffen de aandeelhouders die louter kapitaal verstrekken aan de onderneming.

Aangezien het voor de besturende aandeelhouders van groot belang is om hun beslissingsmacht in de algemene vergadering en de operationele controle na de beursgang te behouden zullen deze veeleer een kleinere fractie van de aandelen aan het publiek willen aanbieden (Brau & Fawcett, 2006; Zingales, 1995). Op deze manier is het zeer moeilijk voor nieuwe aandeelhouders om de controlepositie van de besturende aandeelhouders (insiders) te bedreigen.

Voor de niet-besturende aandeelhouders is het voornaamste motief van een beursintroductie veeleer om het te gebruiken als een exit strategie. Deze aandeelhouders zitten minder in met het verliezen van de controle omdat ze meestal voor de beursintroductie ook al geen controle hadden over de onderneming (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Bijgevolg zullen deze aandeelhouders geen weerstand bieden tegen het aanbieden een grotere fractie van de aandelen.

Beide groepen van aandeelhouders zullen de voorkeur geven aan het aanbieden van secundaire aandelen bij de uitgifte. Het aanbieden van primaire aandelen kan immers met zich meebrengen dat er belangrijke dilutie ontstaat van de huidige aandelen. Dit gebeurt indien de uitgifteprijs van de nieuwe aandelen lager wordt gezet als de intrinsieke waarde van het aandeel. Het gevaar van dilutie is dat de waarde van de originele aandelen in belangrijke mate kan verminderen.

4.5. De allocatie van de IPO-aandelen

Een andere beslissing in het introductieproces is aan welke (nieuwe) aandeelhouders de aandelen zullen worden gealloceerd of toegewezen. Hierin speelt de leadmanager

ook een belangrijke rol aangezien deze de aandelen daadwerkelijk gaat toewijzen maar daarbij houdt hij wel rekening met de wensen van de uitgevende onderneming.

In dit opzicht speelt enkel de wens van de besturende aandeelhouders aangezien de niet-besturende aandeelhouders geen voorkeur hebben aan wie de aandelen verkocht zullen worden. De besturende aandeelhouders hebben hier wel een duidelijke voorkeur. Voor hen speelt vaak het belang om de controle over de onderneming te kunnen behouden. Zij zullen dus verkiezen dat er geen nieuwe grote aandeelhouders zullen aangetrokken worden (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Het aantrekken van kleinere investeerders in het IPO-proces, helpt de besturende aandeelhouders om de controle te behouden aangezien de andere aandelen verdeeld zijn in kleine participaties van verschillende partijen (Brennan & Franks, 1997).

Volgens Stoughton en Zechner (1998) heeft het aantrekken van grote investeerders echter ook zijn voordelen voor de onderneming aangezien ze een toezichts- en controlefunctie hebben. Grote investeerders zijn meestal institutionele investeerders die procedures ontwikkeld hebben om toezicht te houden over de managementactiviteiten en deze te beïnvloeden om het beste resultaat te krijgen voor alle aandeelhouders.

4.6. Kosten van de introductie

In Sectie 3.4.3 hebben we reeds aangehaald dat er kosten verbonden zijn aan een introductie op de beurs en dat hieronder verschillende zaken gegroepeerd zijn. Deze kosten worden in de literatuur gegroepeerd onder de term '*costs of going public*'. Een zeer belangrijke kost voor de onderneming is deze resulterend uit onderpricing, wat in Sectie 0 zal besproken worden.

Een andere kost die gemaakt dient te worden bij introductie zijn de kosten die betaald moeten worden aan de leadmanager. Deze moeten betaald worden voor het verlenen van hun verschillende diensten in het introductie proces. Daarnaast zijn er ook nog de kosten van promotie die gemaakt moeten worden om de aandelen te registreren en ze bekend te maken bij de investeerders. Volgens Alavi, Kien Pham en My Pham (2008) houden de promotionele uitgaven onder andere in: offer management, adviesverlening, reclame, notering en registratierechten van de aandelen.

De totale kosten van de beursintroductie worden door Habib en Ljungqvist (2001) gedefinieerd als de som van het verlies aan welvaart door underpricing, de dilutie van de bestaande aandelen en de promotionele uitgaven.

Het welvaartsverlies dat geleden wordt door de reeds aanwezige aandeelhouders bij een beursintroductie is afhankelijk van '*the money left on the table*'. Dit is gedefinieerd als het aantal primaire aandelen die aangeboden worden aan het publiek vermenigvuldigd met het verschil tussen de marktprijs op het einde van de eerste verhandelingsdag en de introductieprijs. De volgende formule maakt het duidelijker:

$$MLOT \equiv n_0(P_1 - P_0) \equiv n_B(P - P_1)$$

waar n_0 het aantal primaire aandelen is dat aangeboden wordt aan het publiek, P_1 de prijs na de eerste verhandelingsdag is, P_0 de introductieprijs is, n_B het aantal aandelen voor de IPO is en P de waarde van het aandeel net voor de IPO is (Dolvin & Jordan, 2008). Het volgt dat $(P - P_1)$ de dilutie per aandeel is waardoor '*the money left on the table*' rechtstreeks het welvaartsverlies voor de reeds aanwezige aandeelhouders voorstelt.

Ook agency kosten zijn nog een belangrijk deel van de kosten bij een beursintroductie. Zoals reeds eerder besproken ontstaan agency kosten wanneer de belangen van het management van de onderneming niet afgestemd zijn op de belangen van de aandeelhouders en het management daardoor beslissingen neemt met het oog op zelfbelang waardoor de aandeelhouders een welvaartsverlies lijden. De grootteorde van deze kosten is gelimiteerd door hoe goed de aandeelhouders (en andere partijen, zoals banken) de acties van het management opvolgen (Ang, Cole, & Wuh-Lin, 2000).

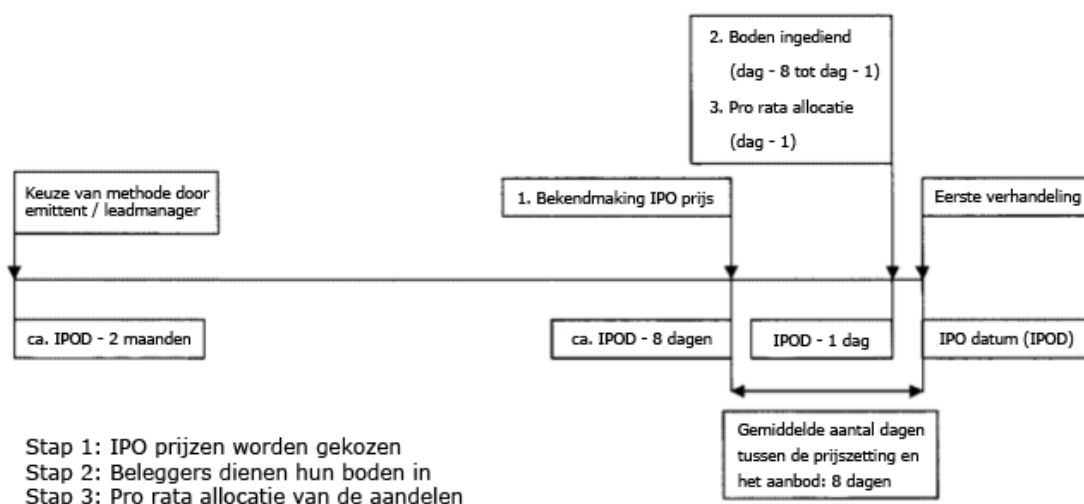
4.7. Het verkoopmechanisme bij de introductie

Bij de beursintroductie moet eveneens beslist worden welk mechanisme er gehanteerd zal worden voor het verkopen van de aandelen. In de meeste Europese landen zijn hiervoor meerdere mogelijkheden (Vandemaele, 2003). De drie meest voorkomende mechanismen zijn de *fixed price* methode, de *auction* methode en de *bookbuilding* methode. Deze drie mechanismen zullen besproken worden in de hierna volgende secties.

4.7.1. De 'fixed price' methode

Bij de 'fixed price' methode wordt de prijs van het aandeel een bepaalde periode voor de daadwerkelijke beursintroductie gezet. Deze prijs is het resultaat van een onderhandeling tussen de emitterende onderneming en haar leadmanager of underwriter. Wanneer de dag van de beursintroductie is aangebroken kunnen de geïnteresseerde beleggers inschrijven op de aandelen waarbij ze speciëren hoeveel aandelen ze wensen bij de vastgestelde prijs. Wanneer de vraag naar de aandelen die uitgegeven zullen worden te hoog is worden de aandelen op een pro rata basis verdeeld onder de inschrijvers. Daarnaast kan er ook beslist worden om het aanbod in te trekken en een nieuw aanbod te lanceren tegen een hogere (vaste) prijs (Vandemaele, 2003).

Een schematisch voorstelling van de timing die van toepassing is bij de 'fixed price' methode kan u terugvinden in Figuur 6.



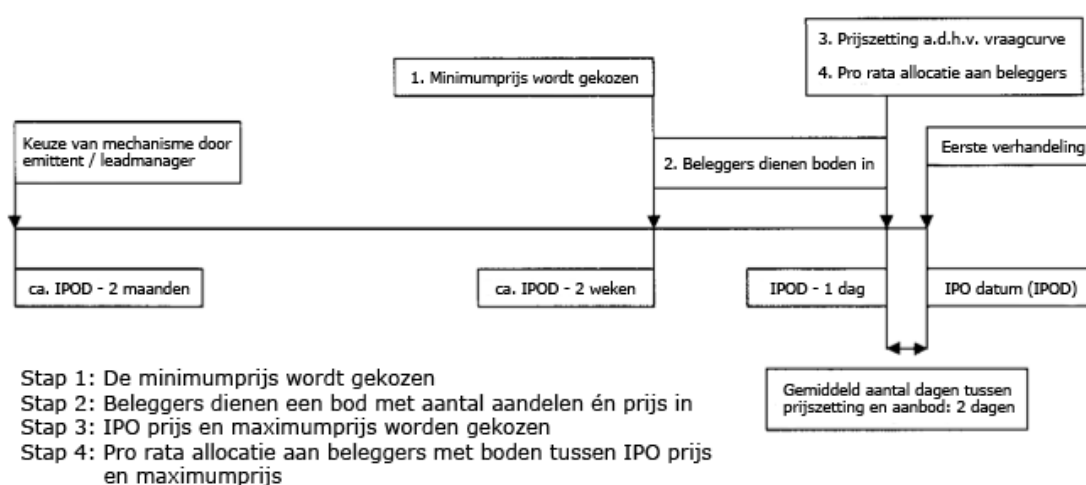
Figuur 6: Timing bij de 'fixed price' methode (Bron: Derrien & Womack, 2000)

4.7.2. De 'auction' methode

Bij de 'auction' methode, ook wel tenderinschrijving genoemd, wordt er een bepaalde periode voor de daadwerkelijke beursintroductie een minimumprijs voor het aandeel gezet door de emitterende onderneming en haar leadmanager. De dag voorafgaand aan de daadwerkelijk beursintroductie dienen alle geïnteresseerde beleggers een bod in waarbij ze zowel een prijs als een hoeveelheid speciëren. Vervolgens wordt (in samenspraak met de beursautoriteit) een uitgifteprijs en een maximumprijs bepaald. Beleggers die een bod deden tussen de uitgifteprijs en de maximumprijs krijgen aandelen op een pro rata basis (Vandemaele, 2003).

De procedure beschreven in de vorige alinea waar er één enkel biedronde is, kan nog uitgebreid worden naar meerdere biedronden. Indien de potentiële uitgifteprijs ver boven de minimumprijs ligt, vindt de beursnotatie (nog) niet plaats. Er wordt dan een nieuwe biedronde georganiseerd met een hogere minimumprijs. Wanneer het vervolgens mogelijk is om over te gaan tot een notering worden de aandelen gealloceerd op basis van de boden in de laatste biedronde. Deze allocatie gebeurt opnieuw pro rata.

Een schematische voorstelling van de timing die van toepassing is bij de 'auction' methode kan u terugvinden in Figuur 7.



Figuur 7: Timing bij de 'auction' methode (Bron: Derrien & Womack, 2000)

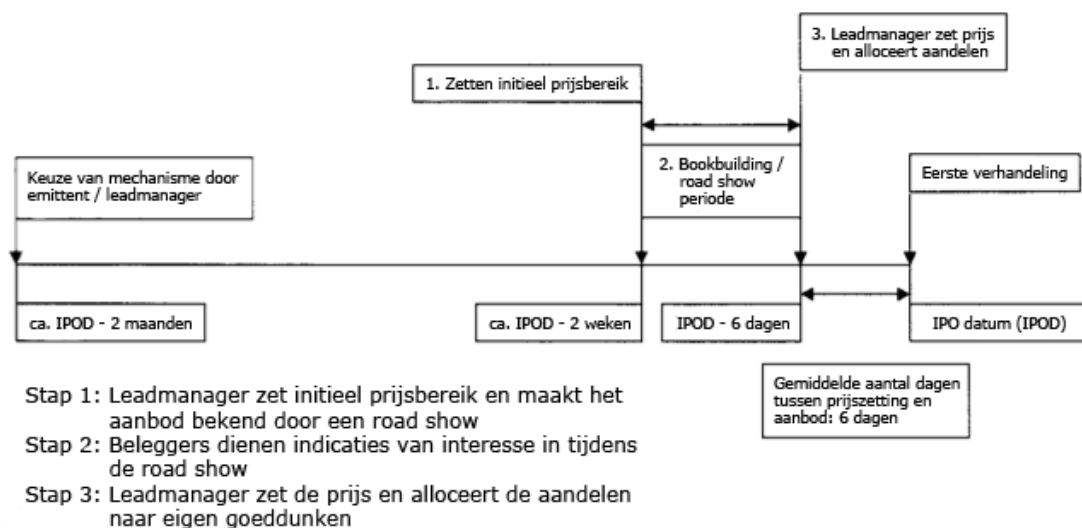
4.7.3. De 'bookbuilding' methode

Een derde methode die bestaat om de aandelen bij een beursintroductie te verkopen is de 'bookbuilding' methode. Bij deze methode wordt in de eerste plaats een prijsbereik vastgezet door de emitterende onderneming en haar leadmanager waarna er een 'road show' begint die tot twee weken kan duren. Tijdens deze 'road show' worden verschillende institutionele beleggers benaderd om te polsen naar hun vraag naar aandelen van de te noteren onderneming. Deze beleggers geven dan een niet-bindende indicatie van hun interesse aan de leadmanager. Wanneer er een heel hoge of een heel lage vraag is, kan er geopteerd worden om een nieuw prijsbereik te zetten en opnieuw te beginnen. Eens de 'road show' voorbij is kunnen de leadmanager en de emitterende onderneming verdergaan met het zetten van een prijs voor de aandelen die zullen aangeboden worden. Hierbij houden ze rekening met de interesse-indicaties die ze ontvingen van de institutionele beleggers. Wanneer

deze prijs is vastgesteld zal de leadmanager de investeerders kiezen en de aandelen alloceren (Derrien & Womack, 2000; Ritter, 2003).

Het verschil met de 'fixed price' en de 'auction' methoden kan vooral gevonden worden in de rol van leadmanagers. In de eerste plaats zorgt de leadmanager er tijdens de 'road show', die overigens niet bestaat bij de andere methoden, voor dat het aanbod bekend gemaakt wordt bij de beleggers. Daarnaast heeft de leadmanger meer macht bij het zetten van de prijs dan bij de andere methoden. Tot slot kan de leadmanager de aandelen naar eigen goeddunken alloceren onder de verschillende beleggers (Derrien & Womack, 2000).

Een schematische voorstelling van de timing die van toepassing is bij de 'bookbuilding' methode kan u terugvinden in Figuur 8.



Figuur 8: Timing bij de 'bookbuilding' methode (Bron: Derrien & Womack, 2000)

5. Underpricing

Zoals eerder reeds aangehaald is **underpricing** het fenomeen waarbij de prijs van een aandeel op de eerste verhandelingsdag(en) stijgt ten opzichte van de uitgifteprijs van het aandeel. Zo realiseert een belegger die intekende op de beursintroductie een grote abnormale return in vergelijking met eenzelfde investering in de algemene beursindex (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

5.1. Underpricing van Belgische beursintroducties

De resultaten van drie studies naar de aanwezigheid van underpricing bij Belgische beursintroducties geven weer dat er een gevoelige stijging te noteren valt van underpricing op de Belgische IPO-markt. Rogiers en Manigart (1992) vonden een underpricingspercentage van 10,18% over de periode 1984-1990 terwijl Van Hulle, Casselman en Imam (1993) een underpricingspercentage vonden van 6,65% over de periode 1984-1991. In een meer recente studie van Engelen (2000), waarin 33 beursintroducties op de Eerste Markt van Brussel werden opgenomen, werd een underpricingspercentage van 14,32% gevonden over de periode 1996-1999.

In zijn onderzoek ging Engelen (2000) eveneens dieper in op de impact van bepaalde kenmerken van het introductieproces op de underpricing van Belgische beursintroducties. Zo vond hij dat ondernemingen met een hoogtechnologisch karakter een grotere mate van underpricing hebben bij hun beursintroducties.

Daarnaast bleek ook het percentage van de aandelen dat aangeboden wordt aan het publiek een zeer belangrijke rol te spelen. Wanneer de bestaande aandeelhouder de controle over de onderneming wenst te behouden en bijgevolg dus een kleiner percentage van de aandelen aan het publiek aanbiedt, kan er tussen deze referentieaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders een belangenconflict ontstaan. Hierdoor ontstaat er een verhoogde onzekerheid over het deugdelijk bestuur van de onderneming wat zich op zijn beurt mogelijk kan vertalen in een verhoogde underpricing van het aandeel (Engelen, 2000).

Ook de invloed van het introductiejaar is niet te verwaarlozen. Er werd geconstateerd dat de beursintroducties in 1998 significant meer underpricing bevatten dan de beursintroducties in de andere jaren. Hieruit kon worden vastgesteld dat er in 1998 een 'hot issue'-markt bestond op de Belgische IPO-markt. Een 'hot issue'-markt is een

periode waarin de gemiddelde prestatie van een aandeel in de eerste maand na de introductie abnormaal hoog is. Dit is een gevolg van een zeer grote vraag naar de aandelen van de onderneming die toetreedt tot de beurs (Ibbotson & Jaffe, 1975).

5.2. Drie visies op underpricing

Er bestaan drie visies omtrent het feit of underpricing al dan niet een anomalie is in de theorie van marktefficiëntie (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Voor het toelichten van deze visies is het opportuun om de ontwikkeling van aandelenrendementen bij beursintroducties op te delen in twee fasen. In een eerste fase wordt de waarde van de uitgevende onderneming bepaald op basis van een waarderingmodel. Deze waardebepaling wordt bestempeld als *correct* wanneer de waarde uit het waarderingmodel overeenstemt met de fundamentele waarde van de onderneming. Vervolgens wordt de uitgifteprijs van de beursintroductie bepaald, dewelke niet gelijk hoeft te zijn aan de verkregen waarde uit het waarderingmodel. In een tweede fase wordt het aandeel genoteerd op de beurs en wordt de verdere aandelenprijs bepaald door vraag en aanbod.

Een eerste visie komt voort uit de verwachtingen van beleggers. Door onzekerheid over de toekomstige ontwikkelingen van het te introduceren aandeel, zullen de beleggers erg heterogene verwachtingen hebben omtrent dit aandeel. De uitgifteprijs wordt dan bepaald rekening houdend met de verwachtingen van de gemiddelde belegger. Zeer optimistische beleggers, die erg veel verwachten van de introducerende onderneming, zullen dan inschrijven op deze aandelen en op die manier in de eerste verhandelingsdagen de aandelenkoers zodanig opdrijven dat deze boven de fundamentele waarde uitstijgt. Deze beleggers zullen hun verwachtingen echter bijstellen naar beneden wanneer er meer tijd verstreken is sinds de beursintroductie (Miller, 1977).

Een tweede visie houdt verband met het gehanteerde waarderingmodel bij het bepalen van de fundamentele waarde van de onderneming die op de beurs genoteerd zal worden. Volgens Laveren, Engelen, Limère en Vandemaele (2009) zijn de meest gebruikte waarderingmodellen de Discounted Cash Flow-methode, het Dividend Discount Model en de Price/Earnings-methode. Bij de bepaling van de fundamentele waarde van ondernemingen in de hoogtechnologische sector blijken deze modellen echter niet geschikt omdat de waarde van de onderneming bepaald wordt door een heel deel onuitgeoefende reële opties waarvan de waarde nog onzeker is. Wanneer deze ondernemingen toch worden gewaardeerd met bovenstaande, traditionele

modellen ontstaat er mogelijks belangrijke onderwaardering van de aandelen. Eens deze aandelen echter genoteerd worden, zetten de beleggers deze 'mispricing' recht door de correcte marktwaarde voor de hoogtechnologische ondernemingen te bepalen (Cassimon & Engelen, 1999).

Een derde en laatste visie is wat men traditioneel erkend als underpricing. Hierbij wordt de fundamentele waarde van de onderneming in de eerste fase volledig juist bepaald, maar zet de uitgevende onderneming bewust een lagere uitgifteprijs.

In de volgende secties worden enkelen redenen aangehaald en besproken voor het 'underpricen' van een aandeel.

5.3. Informatieasymmetrie

5.3.1. Informatieasymmetrie tussen insiders en outsiders

Het management van de onderneming (de insiders) zal steeds meer informatie hebben over de huidige toestand op operationeel en financieel vlak en over de toekomstige ontwikkelingen van de onderneming dan de (externe) aandeelhouders en de schuldeisers (outsiders). Indien deze outsiders geen onderscheid kunnen maken tussen goede en slechte ondernemingen, zal aan elk van de ondernemingen die overgaan tot een beursintroductie een waarde toegekend worden die de gemiddelde kwaliteit van alle ondernemingen weerspiegelt. Hierdoor zullen de aandelen van goede ondernemingen echter 'underpriced' worden en de aandelen van slechte ondernemingen 'overpriced' worden.

Wanneer de outsiders zich er echter van bewust zijn dat zulke informatie-asymmetrie bestaat, zal de perceptie van de kwaliteit en de waarde van de onderneming rechtstreeks gerelateerd zijn met hoeveel informatie er daadwerkelijk beschikbaar is over de onderneming in kwestie. Indien er minder informatie beschikbaar is, zal *adverse selection* een belangrijke rol spelen en zal de gepercipieerde waarde van de onderneming voor de outsider ook lager zijn. Hierdoor verwacht hij ook een hoger rendement en zal de mate van underpricing dus ook groter moeten zijn om hem te overhalen te investeren in de onderneming.

5.3.2. Informatieasymmetrie tussen beleggersgroepen

Volgens '**winner's curse'-theorie** van Rock (1986) is underpricing een gevolg van informatieasymmetrie tussen verschillende groepen van beleggers. Alle mogelijke partijen die wensen in te tekenen op de aandelen van een emitterende onderneming worden opgedeeld in niet-geïnformeerde en geïnformeerde beleggers. De eerste groep bestaat uit beleggers die over geen of minder goede informatie beschikken omtrent de toekomstige marktprijs van de aandelen terwijl de tweede groep hieromtrent perfect geïnformeerd is.

De geïnformeerde beleggers zullen aldus enkel intekenen op een aandeel dat geïntroduceerd wordt indien de intekenprijs lager is dan de verwachte marktprijs. De niet-geïnformeerde beleggers zullen steeds intekenen aangezien ze niet over de informatie beschikken om een onderscheid te maken tussen goede en slechte aanbiedingen. Hierdoor zullen de geïnformeerde beleggers het grootste deel van goede aanbiedingen binnenhalen terwijl de niet-geïnformeerde beleggers slechts een beperkt deel van de goede aanbiedingen én alle slechte aanbiedingen binnenhalen. Deze laatste zullen dus enkel intekenen indien de prijs laag genoeg is om de verliezen te compenseren die ze lijden op het aankopen van slechte aanbiedingen.

Om de niet-geïnformeerde beleggers aldus te vergoeden zullen beursintroductions gemiddelde genomen 'underpriced' moeten zijn (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009).

5.3.3. Oplossingen voor underpricing door informatieasymmetrie

Volgens Ellingsen en Rydqvist (1994) bestaat een oplossing voor underpricing die ontstaat ten gevolge van informatieasymmetrie in een beursintroductie in twee fasen, in lijn met de signaalmodellen uit Sectie 5.6. In de eerste fase, de eigenlijke beursintroductie of IPO, wordt er slechts een beperkt aantal aandelen aan het publiek aangeboden om ervoor te zorgen dat er symmetrische informatie is over alle beleggers. In de tweede fase, de zogenaamde seasoned public offering, wordt er vervolgens een groter deel van het aandelenkapitaal aangeboden met minder underpricing aangezien er nu (meer) symmetrische informatie beschikbaar is.

In België worden de voordelen van het hebben van meer informatie echter beperkt door de IPO-procedure aangezien er meestal gekozen wordt voor **tender-inschrijving**, waarbij de prijs wordt bepaald aan de hand van biedingen van

geïnteresseerde beleggers. Daarenboven wordt de verdeelsleutel voor de verdeling van de aandelen bij overinschrijving vaak niet vrijgegeven waardoor een belegger met een groot bod achteraf toch relatief weinig aandelen krijgt toegewezen (Van Hulle, Casselman, & Imam, 1993).

5.4. De reputatie van de leadmanager

Volgens Carter en Manaster (1990) en Booth en Smith (1986) bestaat er een negatief verband tussen de reputatie van de leadmanager of de underwriter en de mate van underpricing. De achterliggende gedachte is dat men door de reputatie van de leadmanager veel minder onzeker is over de kwaliteit van de aangeboden aandelen. Het nauwkeurig voorspellen van de fundamentele waarde van de onderneming is namelijk niet even eenvoudig voor iedereen en sommige leadmanagers zullen dit beter doen dan de rest door hun knowhow. Leadmanagers krijgen aldus een goede reputatie indien deze systematisch uitgifteprijsen bepalen die erg weinig verschillen van de uiteindelijke marktprijs. Beursintroducties die worden begeleid door leadmanagers met een betere reputatie, zullen dus minder 'underpriced' zijn.

5.5. Bescherming tegen gerechtelijke vervolging

Een andere verklaring voor underpricing die in de literatuur terug te vinden is, is gelinkt met de mogelijkheid tot wettelijke vervolging van de partijen die het prospectus ondertekenen voor het leveren van onjuiste of onvolledige informatie (Laveren, Engelen, Limère, & Vandemaele, 2009). Leadmanagers zullen aldus kiezen voor het 'underpricen' van een aandeel als een soort van verzekeringspremie tegen aanklachten van beleggers die grote verliezen hebben geleden na het intekenen op een beursintroductie om wettelijke vervolging en / of hoge kosten die verbonden zijn aan dergelijke schadeclaims te vermijden.

In België is deze reden echter niet van toepassing aangezien er een erg zware bewijslast rust op de belegger. Aangezien er geen causaal verband wordt vermoedt tussen de beleggingsbeslissing en het misleidende prospectus, moet de belegger dus aantonen dat hij bij correcte informatie de belegging niet zou hebben uitgevoerd (Engelen, 1999b).

5.6. Signaalmodellen

De achterliggende gedachte achter de signaalmodellen is dat onderpricing gerelateerd is aan de mogelijkheid om aandelen de tweede keer tegen een hogere prijs op de beurs te laten noteren (Ibbotson, 1975). De grootte van de onderpricing wordt dan bepaald in functie van de hoeveelheid aandelen die de uitgevende onderneming wil aanbieden bij een volgende emissie. De onderpricing wordt dus gebruikt om de kwaliteit van de uitgevende onderneming te signaleren aan de beleggers. Slechte ondernemingen, ondernemingen die hun kwaliteit niet kunnen bewijzen op de aftermarkt, zullen de kosten van onderpricing niet kunnen dragen omdat deze onderneming niet in staat is om bij een tweede uitgifte een hogere prijs voor haar effecten te vragen (Welch, 1989).

5.7. Behoud van controle over de onderneming

Underpricing is een middel voor insiders van de onderneming om de controle over hun onderneming te behouden bij een beursintroductie. De insiders van de onderneming gaan de uitgifte bewust 'underpricen' zodat er meer beleggers geïnteresseerd zullen zijn in de aandelen en er dus overingeschreven wordt op de aandelenuitgifte. Hierdoor krijgt de emitterende onderneming, en dus de insiders van deze onderneming, de mogelijkheid om de verdeling van de aandelen naar hun hand te zetten en het ontstaan van grote aandeelhoudersconcentraties te vermijden. Wijdverspreid aandelenbezit heeft namelijk de eigenschap dat nieuwe aandeelhouders minder geneigd zijn om het management te controleren (Brennan & Franks, 1997).

Ook dit argument is in de Belgische context niet van toepassing aangezien de Belgische ondernemingen slechts een gelimiteerd deel van hun aandelen op de beurs aanbieden, zoals reeds eerder besproken in Sectie 3.4.4. Belgische ondernemingen behouden aldus met zekerheid de controle en deze moeten dus geen underpricing toepassen om het behoud van controle te verzekeren.

6. Toetredingsprocedures Belgische markten

Aangezien er in deze masterproef een studie gedaan wordt specifiek voor Belgische ondernemingen, is het niet overbodig om de toetredingsprocedures voor de verschillende Belgische markten even toe te lichten. We maken namelijk een onderscheid tussen de Eerste Markt van Brussel, Alternext Brussel en de Vrije Markt van Brussel.

6.1. De verschillende markten

Belgische ondernemingen die wensen te noteren op een Belgische markt, hebben hiervoor, zoals eerder aangehaald, de keuze uit drie verschillende markten, namelijk de Eerste Markt van Brussel, Alternext Brussel en de Vrije Markt van Brussel. Hieronder zullen deze drie markten kort worden toegelicht

6.1.1. De Eerste Markt van Brussel

De Eerste Markt van Brussel is de markt die bekend staat onder de naam NYSE Euronext Brussels. Dit is de meest gereguleerde markt van de drie Belgische markten en bijgevolg worden hierbij ook de hoogste standaarden van de financiële verslaggeving gehanteerd. Deze markt is verder gesegmenteerd in drie compartimenten naargelang van de marktkapitalisatie (NYSE Euronext, 2013).

NYSE Euronext Brussels is gereguleerd door de Belgische Wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten en wordt erkend als een markt operator. NYSE Euronext Brussel is verantwoordelijk voor de marktorganisatie en voor de toelating, schorsing en uitsluiting van leden. NYSE Euronext Brussel is tevens benoemd door de wet als een bevoegde autoriteit en is bijgevolg dus verantwoordelijk voor de toelating, schorsing en schrapping van de financiële instrumenten op de markt (NYSE Euronext, 2013).

6.1.2. Alternext Brussel

NYSE Alternext Brussel biedt toegang tot de markt met minder verplichtingen voornamelijk bedoeld voor small- en mid-cap bedrijven. Hierdoor krijgen deze bedrijven toegang tot een grotere groep van beleggers. De markt is geen

gereguleerde markt in de zin van de EU-richtlijnen. Het is een multilaterale handelsfaciliteit die opereert onder de naam NYSE Alternext door de markt operator in Brussel. Ondernemingen die wensen te noteren op NYSE Alternext dienen een *listing sponsor* te kiezen om hen bij te staan tijdens de toelatingsprocedure en hen te begeleiden tijdens hun notering op NYSE Alternext (NYSE Euronext, 2013).

NYSE Alternext is gebaseerd op hetzelfde pan-Europese handelsplatform als de NYSE Euronext cash markt, waardoor de liquiditeit verhoogd wordt. Voor kleinere ondernemingen, kan NYSE Euronext ook makelaars (brokers) toewijzen die optreden als liquidity providers om voldoende liquiditeit te waarborgen voor de beleggers (NYSE Euronext, 2013).

Bedrijven genoteerd aan NYSE Alternext profiteren van een markt met minder strenge toetredingsvoorwaarden en innovatieve operationele regels, waardoor de bescherming en de transparantie voor beleggers gegarandeerd kan worden. NYSE Alternext is gestructureerd en wordt beheerd in een centrale handelsomgeving voor alle beursgenoteerde ondernemingen, om de financiële transparantie te verhogen. Het biedt eveneens exit-mogelijkheden voor private equity en venture capital investeerders (NYSE Euronext, 2013).

6.1.3. De Vrije Markt van Brussel

De Vrije Markt geeft kleine (micro-cap) ondernemingen een uitweg om op een gemakkelijke manier de stap naar een beursintroductie te zetten. Daarnaast biedt de Vrije Markt een kader dat is aangepast aan de specifieke behoeften van dergelijke kleine ondernemingen. Deze markt is in principe open voor elk bedrijf, ongeacht de grootte, prestaties, looptijd of industrie (NYSE Euronext, 2013).

Beheerd door de markt operator van Brussel voorziet deze multilaterale handelsfaciliteit in een kanaal voor de verspreiding van koop- en verkooporders. De toetredingsvoorwaarden voor de Vrije Markt van Brussel zijn veel simpeler en de noteringskosten zijn bovendien veel lager dan bij de Eerste Markt van Brussel of bij Alternext Brussel. Bepaling omtrent marktmisbruik en transparantie zijn echter wel van toepassing in overeenstemming met de relevante wetten. De effecten die op de Vrije Markt verhandeld worden, dienen geen uitgebreide toelatingsprocedures te doorlopen en de emittenten zijn niet onderworpen aan specifieke vereisten. De Vrije Markt is bedoeld voor ondernemingen die te jong of te klein zijn om te noteren aan de Eerste Markt of aan Alternext Brussel (NYSE Euronext, 2013).

6.2. Toelatingsprocedure Eerste Markt van Brussel

Ten einde de aandelen op één van de verschillende markten te laten noteren dient een toelatingsprocedure doorlopen te worden. In wat volgt wordt de volledige toelatingsprocedure besproken voor de aandelen op de Eerste Markt van Brussel. Vervolgens zal in de volgende secties toegelicht worden waar de procedure afwijkt voor Alternext Brussel en tot slot voor de Vrije Markt van Brussel.

Wanneer een onderneming haar aandelen wenst te noteren op de Eerste Markt van Brussel, dient hiervoor een aanvraag voor toelating tot notering ingediend te worden bij NYSE Euronext Brussels. Dit gebeurt door middel van een aanvraagformulier dat u kan terugvinden in Bijlage 1. Deze aanvraag dient steeds ondersteund te worden door een *listing agent*. Naast het aanvraagformulier dient ook volgende documentatie voorgelegd te worden aan NYSE Euronext Brussels:

- Het prospectus inzake de uitgifte ondertekend door de emittent;
- Bedrijfsdocumentatie waarin een volmacht wordt verleend voor uitgifte;
- Een verklaring van de emittent met betrekking tot het uitstaande bedrag aan effecten of het uitstaande aantal effecten op het moment van de aanvraag;
- kopieën van de gepubliceerde of gedeponeerde, door de accountant goedgekeurde jaarrekeningen of pro forma jaarrekeningen.

NYSE Euronext Brussels zal vervolgens beslissen over de toelating tot notering binnen een periode van max. 90 dagen in geval van een eerste uitgifte en binnen een periode van max. 30 dagen in alle andere gevallen (NYSE Euronext, 2013).

6.2.1. Kosten verbonden aan de notering

Handling fee

Elke onderneming die een aanvraag indient om haar aandelen te laten noteren op de Eerste Markt dient evenwel een *handling fee* te betalen van 5000 EUR voor de acties die NYSE Euronext Brussels dient te ondernemen zoals het nakijken van het prospectus, de bedrijfsdocumenten, het aanvraagformulier, Als vanzelfsprekend is deze handling fee is te betalen op het moment dat de aanvraag wordt ingediend (NYSE Euronext, 2013).

Admission Fee

Om haar aandelen te laten noteren op de Eerste Markt van Brussel, dient de uitgevende onderneming een *admission fee* te betalen aan NYSE Euronext Brussels. Deze admission fee is te betalen op het moment dat de toelating verschaft wordt om de aandelen te laten noteren. Ook bij bijkomende emissies van aandelen, is telkens een admission fee te betalen. Wanneer er aandelen worden uitgegeven met betrekking tot aandelenopties voor het personeel of wanneer er een (reverse) stock split wordt doorgevoerd is er echter geen admission fee te betalen. De hoogte van deze fee is afhankelijk van de marktkapitalisatie van de uit te geven aandelen. In de te betalen admission fee wordt een onderscheid gemaakt tussen de eerste notering en bijkomende emissies (NYSE Euronext, 2013). De admission fee die betaald dient te worden bij de eerste notering kan u terugvinden in Tabel 2.

MARKTKAPITALISATIE	ADMISSION FEE	MAXIMALE FEE
max. 10.000.000 EUR	10.000 EUR	10.000 EUR
van 10.000.001 EUR tot 100.000.000 EUR	0,06%	64.000 EUR (10.000 EUR + 54.000 EUR)
van 100.000.001 EUR tot 500.000.000 EUR	0,04%	224.000 EUR (64.000 EUR + 160.000 EUR)
van 500.000.001 tot 1.000.000.000 EUR	0,03%	374.000 EUR (224.000 EUR + 150.000 EUR)
hoger dan 1.000.000.000 EUR	0,01%	3.000.000 EUR

Tabel 2: Admission fee bij eerste notering (NYSE Euronext, 2013)

De admission fee die betaald dient te worden bij bijkomende emissies kan u terugvinden in Tabel 3.

MARKTKAPITALISATIE	ADMISSION FEE	MAXIMALE FEE
max. 10.000.000 EUR	0,1%	10.000 EUR (min. 100 EUR)
van 10.000.001 EUR tot 100.000.000 EUR	0,045%	50.500 EUR (10.000 EUR + 40.500 EUR)
van 100.000.001 EUR tot 500.000.000 EUR	0,03%	170.500 EUR (50.500 EUR + 120.000 EUR)
van 500.000.001 tot 1.000.000.000 EUR	0,0225%	283.000 EUR (170.500 EUR + 112.500 EUR)
hoger dan 1.000.000.000 EUR	0,0075%	2.250.000 EUR

Tabel 3: Admission fee bij bijkomende emissies (NYSE Euronext, 2013)

Annual fees

Bovenop de handling fee en de admission fee dient elke genoteerde onderneming eveneens een jaarlijkse fee te betalen aan NYSE Euronext Brussels. De hoogte van de fee wordt bepaald aan de hand van het aantal uitstaande aandelen op 31 december en kan worden teruggevonden in Tabel 4 (NYSE Euronext, 2013).

AANTAL UITSTAANDE AANDELEN (1)	FEE	MAXIMALE FEE
max. 2.500.000	2.800 EUR	
van 2.500.001 tot 5.000.000	3.800 EUR	
van 5.000.001 tot 10.000.000	8.800 EUR	
van 10.000.001 tot 50.000.000	14.200 EUR	
van 50.000.001 tot 100.000.000	18.600 EUR	
meer dan 100.000.000	23.000 EUR	
MARKTKAPITALISATIE (2)	VARIABELE FEE	
> 150.000.000 EUR	10 EUR voor elk miljoen boven 150.000.000 EUR	
ANNUAL FEE = (1) + (2) indien van toepassing		50.000 EUR

Tabel 4: Annual fees (NYSE Euronext, 2013)

6.2.2. Informatieverplichtingen

Met het oog op het verstrekken van transparantie aan de beleggersgemeenschap zijn alle ondernemingen die noteren op de Eerste Markt van Brussel verplicht om een volledig verslag te doen van koersgevoelige informatie. Verder dienen ook al deze ondernemingen te voldoen aan de E.U. Transparantierichtlijn, zoals geïmplementeerd door de Belgische Staat, waarin de vereisten voor de financiële rapportering zijn opgenomen (NYSE Euronext, 2013).

De E.U. Transparantierichtlijn is ontwikkeld om de transparantie van de gereguleerde markten binnen de E.U. (zoals de Eerste Markt van Brussel) te verhogen. Dit gebeurt door aan de ondernemingen die noteren op deze markten een uniforme set van regels met betrekking tot periodieke financiële rapportering te geven. Daarnaast zijn er ook vereisten opgesteld met betrekking tot de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in de onderneming (NYSE Euronext, 2013). De belangrijkste informatieverplichtingen die volgen uit deze richtlijn zijn de volgende:

- **Financiële informatie:** ondernemingen die effecten laten noteren op de Eerste Markt van Brussel zijn verplicht om jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslagen en tussentijdse financiële overzichten of drie-maandelijkse financiële verslagen openbaar te maken. Deze financiële verslagen zijn op gemaakt volgens de IFRS standaarden (NYSE Euronext, 2013).
- **Openbaarmaking van transacties van belangrijke aandeelhouders:** Wanneer de deelneming van een individuele aandeelhouder in een onderneming genoteerd op de Eerste Markt van Brussel een bepaalde drempel bereikt, overschrijdt of eronder valt, dient deze aandeelhouder de onderneming én de FSMA te verwittigen. De drempels ter zake zijn 5%, 10%, 15% enzovoort per schijf van 5 procentpunten (NYSE Euronext, 2013).

- **Verspreiding en opslag van gereglementeerde informatie:** emittenten zijn verplicht om informatie over de regelgeving te verspreiden in een snelle, niet-discriminerende wijze op pan-Europese basis. Alle gereglementeerde informatie moet ook veilig worden opgeslagen door de emittent en deze informatie dient bovendien ook gemakkelijk bereikbaar te zijn. De informatie in kwestie dient eveneens op de website van de uitgevende onderneming geplaatst te worden (NYSE Euronext, 2013).

6.3. Toelatingsprocedure Alternext Brussels

Zoals reeds in de vorige sectie werd aangehaald dient een onderneming die wenst te noteren op Alternext Brussels eveneens een toelatingsprocedure te doorlopen.

De toelatingsprocedure voor een notering aan Alternext Brussels is zeer sterk gelijkend op die voor de Eerste Markt van Brussel maar deze kan sneller en eenvoudiger zijn dan die eerste. Er moet eveneens een aanvraagformulier worden ingediend bij NYSE Euronext Brussels, hetwelk u kan terugvinden in Bijlage 2 (NYSE Euronext, 2013).

Er bestaan drie manieren om toegelaten te worden voor notering en verhandeling aan Alternext Brussels:

- **Een openbaar bod:** de traditionele beursintroductie waarbij er kapitaal wordt opgehaald op het moment van notering en een prospectus gepubliceerd wordt. Particuliere beleggers kunnen in dit geval deelnemen aan het openbaar bod.
- **Een onderhandse plaatsing:** een plaatsing van aandelen gedaan in het voorgaande jaar, voorafgaand aan de aanvraag voor toelating tot notering van nieuwe aandelen van ten minste 2.500.000 EUR.
- **Een directe notering:** toelating tot verhandeling van de aandelen voor ondernemingen die reeds een toelating tot notering hebben gekregen, zonder het ophalen van vers kapitaal.

In de toelatingsprocedure dient de onderneming die wenst te noteren aan Alternext Brussels een *listing sponsor* te kiezen die haar kan adviseren tijdens de procedure. Deze listing sponsor zal moeten bepalen of de onderneming aan alle criteria voor notering voldoet (NYSE Euronext, 2013).

Voorafgaand aan de notering, zal er een zekere mate van juridische 'schoonmaak' en voorbereiding gehouden moeten worden om de geschiktheid voor notering en de naleving van de wettelijke vereisten te garanderen alsook om er voor te zorgen dat de huidige en toekomstige wensen van de beleggers in acht worden genomen (NYSE Euronext, 2013).

6.3.1. Kosten verbonden aan notering

Wat betreft de kosten die verbonden zijn aan een notering aan Alternext Brussels wordt verwezen naar Sectie 6.2.1 aangezien de bepaling van deze kosten gebeurt op een identieke manier als voor een notering aan de Eerste Markt van Brussel.

6.3.2. Informatieverplichtingen

Net als voor de ondernemingen genoteerd op de Eerste Markt van Brussel, dienen ook de ondernemingen genoteerd aan Alternext Brussel koersgevoelige informatie te verstrekken aan de beleggers. De regelgeving voor ondernemingen genoteerd aan Alternext Brussel met betrekking tot financiële rapportering en belangrijke deelnemingen is echter minder strikt dan die voor de Eerste Markt van Brussel. Dit is het gevolg van het feit dat Alternext Brussel een multilaterale handelsfaciliteit is, gecontroleerd door NYSE Euronext Brussels, in tegenstelling tot een gereguleerde markt (NYSE Euronext, 2013).

Emittenten zijn verplicht om:

- gebruik te maken van een listing sponsor gedurende de volledige tijd dat ze noteren aan Alternext Brussels;
- geauditeerde jaarlijkse en ongeauditeerde halfjaarlijkse verslagen te publiceren binnen vier maanden na de afsluiting van het boekjaar volgens IFRS standaarden of volgens Belgian GAAP;
- onmiddellijk alle koersgevoelige informatie te publiceren (zonder uitstel);
- bekendmaking van belangrijke deelnemingen, namelijk bij het bereiken, overschrijden of eronder vallen van volgende drempels: 25%, 30%, 50%, 75% en 95%;
- rapporteren van alle transacties van bestuurders.

6.4. Toelatingsprocedure Vrije Markt van Brussel

Voor de Vrije Markt van Brussel is er geen uitgebreide en ingewikkelde toelatingsprocedure nodig. Een onderneming die haar aandelen wenst te laten noteren op de Vrije Markt van Brussel dient hiertoe gewoon een aanvraagformulier in bij NYSE Euronext Brussels. Deze stap is nog steeds dezelfde als voor een notering aan de Eerste Markt van Brussel of aan Alternext Brussels maar de toelatingsvoorwaarden zijn veel minder streng. Voor de Vrije Markt van Brussel zijn er (nagenoeg) geen criteria waar een onderneming aan moet voldoen om toegelaten te worden tot de markt. Wel moet een dergelijke onderneming een prospectus opstellen en dit laten goedkeuren door de Financial Services and Market Authority (FSMA) (NYSE Euronext, 2013).

De belangrijkste verschillen met een notering aan een gereguleerde markt zoals de Eerste Markt van Brussel zijn de volgende (NYSE Euronext, 2013):

- Geen verplichting om een minimum percentage van de aandelen aan het publiek te verdelen (free float)
- Geen minimale marktkapitalisatie
- Geen verplichting om jaarrekeningen op te stellen volgens IFRS standaarden
- Geen verplichting tot een track record van gecertificeerde financiële verslagen
- Geen verplichting om belangrijke deelnemingen te melden

Een overzicht van de belangrijkste verschillen tussen de drie Belgische markten kan teruggevonden worden in Tabel 5 die u op de volgende pagina kan terugvinden.

	Eerste Markt van Brussel	Alternext Brussel	Vrije Markt van Brussel
Free float	Minstens 25% van het aandelenkapitaal of 5% indien dat meer is dan €5 miljoen	€2,5 miljoen	<i>nvt.</i>
Track record	Jaarrekeningen van 3 boekjaren	Jaarrekeningen van 2 boekjaren	Jaarrekeningen van 2 boekjaren aangewezen (niet verplicht)
Boekhoudstandaarden	IFRS of equivalente standaarden	IFRS of Belgian GAAP	Optioneel: IFRS of Belgian GAAP
Prospectus / informatie document	Prospectus goedgekeurd door NYSE Euronext Brussel	Prospectus goedgekeurd door NYSE Euronext Brussel of informatiedocument in geval van private plaatsing of directe notering	Prospectus goedgekeurd door de FSMA

Tabel 5: Belangrijkste toelatingsvoorwaarden (NYSE Euronext, 2013)

6.4.1. Kosten verbonden aan notering

File deposit fee

Elke onderneming die een aanvraag voor toelating tot notering aan de Vrije Markt van Brussel indient, betaalt bij aanvraag een *File Deposit Fee*, die gelijkaardig is aan de handling fee die betaalt dient te worden bij een aanvraag voor notering aan de Eerste Markt of Alternext Brussels. Het bedrag van deze fee is steeds 3.800 EUR (NYSE Euronext, 2013).

Admission fee

Ook voor een notering aan de Vrije Markt van Brussel dient er een *admission fee* betaald te worden. Ook op deze markt wordt er een onderscheid gemaakt tussen de eerste notering en eventueel bijkomende emissies. Wat betreft de eerste notering bedraagt de admission fee 0,1% van de marktkapitalisatie. Voor een eventuele bijkomende emissie wordt dezelfde tabel gehanteerd als voor bijkomende emissies op de Eerste Markt van Brussel of Alternext Brussels (NYSE Euronext, 2013). Voor de volledigheid wordt hieronder deze tabel nog eens herhaald (Tabel 6).

MARKTKAPITALISATIE	ADMISSION FEE	MAXIMALE FEE
max. 10.000.000 EUR	0,1%	10.000 EUR (min. 100 EUR)
van 10.000.001 EUR tot 100.000.000 EUR	0,045%	50.500 EUR (10.000 EUR + 40.500 EUR)
van 100.000.001 EUR tot 500.000.000 EUR	0,03%	170.500 EUR (50.500 EUR + 120.000 EUR)
van 500.000.001 tot 1.000.000.000 EUR	0,0225%	283.000 EUR (170.500 EUR + 112.500 EUR)
hoger dan 1.000.000.000 EUR	0,0075%	2.250.000 EUR

Tabel 6: Admission fee bij bijkomende emissies (NYSE Euronext, 2013)

Annual fees

Bedrijven die genoteerd zijn aan de Vrije Markt van Brussel dienen eveneens een jaarlijkse fee te betalen om hun notering aan deze markt te behouden. De kost hiervoor bedraagt jaarlijkse 2.500 EUR, ongeacht het aantal aandelen of de marktkapitalisatie van de genoteerde onderneming (NYSE Euronext, 2013).

6.4.2. Informatieverplichtingen

Voor de ondernemingen genoteerde aan de Vrije Markt van Brussel zijn er, zoals eerder aangehaald, geen informatieverplichtingen (NYSE Euronext, 2013).

Deel III: Empirisch onderzoek

7. Onderzoeksvragen en hypothesen

7.1. Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

7.1.1. Centrale onderzoeksvraag

In dit empirisch onderzoek zal getracht worden om het verband dat in de literatuur terug te vinden is tussen de pre-IPO aandeelhouderstructuur en het IPO-proces te toetsen aan de Belgische realiteit. Bijgevolg staat de volgende onderzoeksvraag centraal in deze masterproef:

"Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op het IPO-proces van Belgische ondernemingen?"

Aangezien het IPO-proces verschillende aspecten behelst zijn er enkele deelvragen opgesteld om als dusdanig de te onderzoeken hypothesen te kunnen groeperen per deelvraag. De drie deelvragen luiden als volgt.

7.1.2. Deelvraag 1

"Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek?"

7.1.3. Deelvraag 2

"Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de allocatie van de post-IPO aandelen?"

7.1.4. Deelvraag 3

"Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de expliciete kosten van een IPO?"

7.2. Te testen hypothesen

Om de invloed van de aandeelhoudersstructuur op de verschillende aspecten van het IPO-proces te onderzoeken werden in de vorige sectie reeds drie deelvragen opgesteld. Om deze onderzoeksvragen te beantwoorden zullen er per deelvraag enkele hypothesen opgesteld worden.

7.2.1. Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek

Een zeer belangrijke beslissing in het IPO-proces is hoeveel van de aandelen men aan het publiek wil aanbieden bij de beursgang. Aangezien een nieuwe uitgifte van (primaire) aandelen, de deelneming van alle pre-IPO aandeelhouders in gelijke mate verkleint, zullen enkel die aandeelhouders die voor de beursgang een controlepositie bezaten bezorgd zijn om een verlies aan controle. Zij zullen dan ook eerder geneigd zijn om minder aandelen aan het publiek aan te bieden dan bij ondernemingen met wijdverspreid aandeelhouderschap. Het is echter aannemelijk dat de relatie tussen het pre-IPO aandeelhouderschap en de proportie aangeboden aan het publiek niet monotoon is. Wanneer een onderneming voor de beursgang (nagenoeg) volledig in handen is van een bepaalde aandeelhouder, kan er nog steeds een grote proportie van de aandelen aan het publiek uitgegeven worden zonder dat de controlepositie van de aandeelhouder in kwestie in gevaar komt (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008).

Volgend uit de vorige paragraaf kunnen we dus veronderstellen dat er een niet-monotone relatie bestaat tussen het pre-IPO aandeelhouderschap van besturende aandeelhouders of pre-IPO insiders. Daaruit komt de volgende hypothese voort:

H₁: IPO ondernemingen geven een grotere proportie aandelen uit aan het publiek wanneer de deelneming van de insiders voor de beursgang ofwel zeer groot is, ofwel zeer klein.

De niet-besturende aandeelhouders, de major capitalists zijn zoals blijkt uit de literatuur veel minder bezig met het verlies aan controle. Zij hebben immers in de meeste gevallen voor de beursintroductie ook al geen controle over de onderneming. Daarnaast zien deze aandeelhouders de beursgang ook vaak als een exit mechanisme uit de onderneming. Om van dit exit mechanisme gebruik te kunnen maken zullen zij dus ook kiezen voor meer secundaire aandelen in het aanbod om zich zo te kunnen ontdoen van hun aandelen. Wanneer er een grotere proportie aan het publiek wordt aangeboden, kunnen de major capitalist bijgevolg dus ook meer van hun (secundaire)

aandelen in het aanbod stoppen (Mikkelson, Partch, & Shah, 1997). Daarom luidt de tweede hypothese als volgt:

H₂: IPO ondernemingen geven een grotere proportie secundaire aandelen uit aan het publiek wanneer er major capitalists in de onderneming aanwezig zijn.

7.2.2. Allocatie van de post-IPO aandelen

Het niveau van controle na de beursintroductie wordt in grote mate bepaald door de allocatie van de post-IPO aandelen. Zoals reeds in de vorige sectie besproken willen pre-IPO insiders met een controlepositie, deze controlepositie vaak behouden na de beursintroductie.

Er zijn echter twee, op het eerste zicht, tegengestelde theorieën omtrent de allocatie van de post-IPO aandelen. Brennan & Franks (1997) stellen dat het aantrekken van kleinere nieuwe aandeelhouders, en dus het vermijden van grote (institutionele) aandeelhouders, kan helpen om de pre-IPO insiders' controlepositie in de onderneming te behouden na de beursgang. De reden hiervoor is dat er geen gevaar is voor een overname van de controle aangezien het aandeelhouderschap wijdverspreid is ingeval van vele kleine aandeelhouders. Stoughton & Zechner (1998) stellen anderzijds vast dat nieuwe grote aandeelhouders worden verkozen in het allocatieproces aangezien grote aandeelhouders meestal institutionele beleggers zijn. Deze institutionele beleggers hebben in de meeste gevallen een belangrijke toezichts- of monitoringsfunctie. Hiertoe hebben ze vaak procedures ontwikkeld waarmee ze toezicht kunnen houden over de managementactiviteiten of deze zelfs kunnen beïnvloeden in het voordeel van alle aandeelhouders.

Door te gaan kijken naar de aandeelhoudersstructuur voor de beursintroductie kan de schijnbare tegenstelling tussen deze twee theorieën weggewerkt worden. Wanneer de insiders voor de beursintroductie reeds een controlepositie in de onderneming bezaten, zal het punt gemaakt door Brennan & Franks (1998) eerder relevant zijn. De insiders zullen dan hun controlepositie willen verzekeren en verkiezen om nieuwe, grote aandeelhouders te vermijden teneinde geen inmenging in het beleid te moeten toestaan. Wanneer de insiders voor de beursintroductie echter geen controlepositie bezaten, zullen ze minder bezig zijn met een verlies aan controle en zullen ze eerder kiezen voor de allocatie aan grote, nieuwe aandeelhouders om eveneens mee te kunnen profiteren van hun monitoringsfunctie over de onderneming (Alavi, Kien Pham,

& My Pham, 2008). Een combinatie van de theorieën van Brennan & Franks (1997) en Stoughton & Zechner (1998) leidt tot de volgende hypothese:

H₃: Hoe kleiner de deelneming van insiders voor de beursgang, hoe lager de weerstand van het management om aandelen toe te wijzen aan grote, nieuwe aandeelhouders.

7.2.3. Expliciete kosten van een beursintroductie

Wanneer een onderneming beslist om de stap naar de beurs te zetten zijn er verschillende kosten die ze maken. De belangrijkste hierbij zijn die van underpricing en de promotionele uitgaven en de hypothesen hieromtrent zullen hierna worden toegelicht.

Underpricing

In de literatuur is terug te vinden dat underpricing een belangrijke kost is bij het uitgeven van aandelen op de beurs. Underpricing werd reeds in detail besproken in Sectie 0. Voor een onderneming die tot een beursintroductie overgaat, kan verondersteld worden dat de mate van underpricing afhankelijk is van de pre-IPO aandeelhouderstructuur. Wanneer de deelneming van de pre-IPO insiders in de onderneming namelijk groter is, is de kost van het verlagen van de ondernemingswaarde door underpricing bij een (gedeeltelijke) primaire uitgifte ook groter voor deze aandeelhouders (Jensen & Meckling, 1976). Ljungqvist & Wilhelm (2003) stelden hierbij aansluitend een hogere mate van underpricing vast in de Verenigde Staten tussen 1999 en 2000 die te verklaren viel door een sterke daling van de deelneming van pre-IPO insiders. Een andere reden voor een kleinere mate van underpricing is dat bij een grotere deelneming van de pre-IPO insiders er minder informatieasymmetrie is waardoor er minder nood is aan underpricing (Hughes, 1986). Met deze bevindingen in het achterhoofd kunnen we de volgende hypothese stellen:

H₄: Hoe kleiner de deelneming van insiders voor de beursgang, hoe groter de mate van underpricing bij de beursintroductie.

In hun onderzoek stellen Ljungqvist & Wilhelm (2003) eveneens dat de pre-IPO aandeelhouders die hun (secundaire) aandelen verkopen bij de beursintroductie het onmiddellijke effect van underpricing moeten internaliseren. Om deze reden zullen

deze aandeelhouders er voor kiezen om deze kost zoveel mogelijk te reduceren. Hieruit volgt nog een tweede hypothese met betrekking tot underpricing:

H₅: Hoe groter de proportie secundaire aandelen die verkocht wordt (door insiders en major capitalists) bij de beurs-introductie, hoe lager de mate van underpricing.

Promotionele uitgaven

Zoals reeds eerder besproken in Sectie 4.6 bestaan de promotionele uitgaven van een beursintroductie onder andere uit: kosten van underwriting, offer management, adviesverlening, reclame, notering en registratierechten van de aandelen.

Aangezien het maken van hogere promotionele kosten om de beursintroductie bekend te maken bij de beleggers een grote druk kan plaatsen op het operationele budget van de insiders zullen deze er in de meeste gevallen toe geneigd zijn om deze kosten te drukken. Daaruit volgt de hypothese:

H₆: Hoe groter de deelneming van de insiders voor de beurs-introductie, hoe lager de promotionele uitgaven die gepaard gaan met de beursintroductie.

De major capitalists in de onderneming hebben niet de neiging om de promotionele uitgaven te drukken. Integendeel, deze aandeelhouders zien de beursintroductie als een exit mechanisme en zullen daarom in de meeste gevallen verkiezen dat de beursintroductie zo bekend en aantrekkelijk mogelijk wordt gemaakt bij de beleggers. De hypothese die hieruit volgt luidt dan:

H₇: Hoe groter de deelneming van major capitalists voor de beurs-introductie, hoe hoger de promotionele uitgaven die gepaard gaan met de beursintroductie.

8. Data

8.1. Samenstelling van de sample

Voor het empirische onderzoek naar de invloed van de aandeelhoudersstructuur voor de beursgang op het IPO-proces bij Belgische ondernemingen is er een database samengesteld uit alle ondernemingen die de stap naar de beurs zetten in de periode van 2005 tot en met 2009. In deze periode werden er 56 Belgische ondernemingen toegelaten om te noteren aan de Eerste Markt van Brussel, aan Alternext Brussels of aan de Vrije Markt van Brussel.

Het samenstellen van de database gebeurde in de eerste plaats aan de hand van de prospectussen van de ondernemingen die opgenomen werden. Deze prospectussen waren beschikbaar via de website van NYSE Euronext enerzijds en de website van het FSMA anderzijds. In uitzonderlijke gevallen kon het prospectus ook teruggevonden worden via de website van de onderneming zelf. Uit de prospectussen kon reeds een schat aan informatie worden gevonden die relevant is voor het onderzoek in kwestie. Naast het prospectus waren ook de financiële verslagen van de ondernemingen erg belangrijk om bepaalde financiële informatie te kunnen inwinnen. Tot slot kon de database ook nog aangevuld worden met informatie uit de Belfirst databank en van de website van NYSE Euronext.

Uit de populatie van 56 Belgische ondernemingen werden er 48 overgehouden om de database te vormen waarmee het onderzoek uitgevoerd zal worden. De belangrijkste reden om ondernemingen uit het onderzoek te laten was omdat er voor deze ondernemingen geen of onvoldoende informatie beschikbaar was (geen prospectus beschikbaar, geen financiële verslagen beschikbaar, ...). De ondernemingen die in de sample zijn opgenomen kunnen teruggevonden worden in Bijlage 3.

Uit de 48 opgenomen beursintroducties kozen 19 ondernemingen, oftewel 39,5%, voor een notering aan de Eerste Markt van Brussel. Bij 7 beursintroducties, oftewel 14,5%, werd gekozen voor een notering aan Alternext Brussels. Tot slot kozen 22 ondernemingen, oftewel 46%, voor een notering aan de Vrije Markt van Brussel.

9. Variabelen

9.1. Pre-IPO aandeelhoudersstructuur

9.1.1. Deelnemingen insiders en major capitalists

Om de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op een duidelijke en overzichtelijke manier voor te stellen werd het voorbeeld gevolgd van Alavi et al. (2008). Zo werd in de eerste plaats het aantal originele, pre-IPO aandelen uit het prospectus opgehaald. Hierin zijn vervat (1) de uitstaande aandelen op het moment van de beursgang, (2) de extra aandelen die bij de beursgang worden uitgegeven als gevolg van de uitoefening van opties of warranten en (3) de aandelen van andere ondernemingen of business units die samensmelten met de onderneming in kwestie bij de beursgang.

Vervolgens werd berekend wat de deelneming van pre-IPO insiders in de onderneming bedroeg en aan deze variabele werd het label *InsiderPRE* toegekend. Onder pre-IPO insiders wordt verstaan de CEO, oprichters van de onderneming, uitvoerende managers en senior managers.

Niet-uitvoerende aandeelhouders kunnen nog verder opgedeeld worden in major capitalists enerzijds (venture capitalists, business angels, moederbedrijven, ...) en kleine aandeelhouders anderzijds (personeelsleden, kleine business partners, ...). Zoals vaker wordt teruggevonden in de literatuur kunnen de major capitalists een belangrijke, monitorende rol spelen in de ondernemingen en zullen zij ook een invloed hebben op het verloop van het IPO proces (Stoughton & Zechner, 1998; Pagano & Roëll, 1998). Ten einde het probleem van multicollineariteit te vermijden, worden de totale deelnemingen van de insiders en de major capitalists niet opgenomen aangezien deze zeer sterk gecorreleerd zijn met elkaar. Om alsnog de invloed van de major capitalists te kunnen onderzoeken, wordt in dit onderzoek, in navolging van Alavi et al. (2008), gebruik gemaakt van twee verschillende regressies. In de eerste regressie wordt de variabele *InsiderPRE* gecombineerd met een dummy variabele (*MajorCapDUM*) die de aanwezigheid aangeeft van een major capitalists met een controlerende positie in de onderneming (pre-IPO deelneming van minstens 20%). In de tweede regressie wordt deze dummy variabele vervangen door twee andere dummy variabelen (*VCDUM* en *CompanyDUM*) om de identiteit van de aanwezige major capitalists aan te duiden. De variabele *VCDUM* neemt de waarde één aan wanneer er venture capitalists aanwezig zijn in de onderneming, de variabele

CompanyDUM neemt de waarde één aan wanneer er een (moeder)onderneming onder de major capitalists aanwezig is. *VCDUM* wordt opgenomen omdat venture capitalists vaak een grotere invloed kunnen uitoefenen dan die wat vasthangt aan hun stemrechten en op die manier het IPO-proces verder kunnen beïnvloeden. *CompanyDUM* wordt dan weer opgenomen om de unieke aard bloot te kunnen leggen van het opzetten van een spinoff. Zoals reeds eerder besproken wordt verwacht dat de major capitalists die reeds aanwezig waren voor de beursintroductie, meer bepaald de venture capitalists en genoteerde moederondernemingen, meer geïnteresseerd zijn om zich terug te trekken uit de onderneming dan om lange termijn controle te vergaren over de onderneming.

9.1.2. *Secundaire verkopen*

Bij een beursgang treedt er een verlaging op van de deelneming van pre-IPO aandeelhouders, zowel door uitgifte van primaire aandelen (nieuwe aandelen) als door de verkoop van secundaire aandelen (bestaande aandelen). Aandeelhouders die reeds aanwezig waren voor de beursintroductie en die (een deel van) hun bestaande aandelen verkopen, moeten de directe kosten verbonden aan de verkoop van hun aandelen dragen (Habib & Ljungqvist, 2001; Ljungqvist & Wilhelm, 2003). Wanneer we dus de hypothesen gaan testen die verband houden met de kosten van de beursintroductie dienen we dus rekening te houden met secundaire verkopen. Hiertoe worden twee variabelen opgenomen, *InsiderSale* en *MCSale*. De eerste vertegenwoordigt de verhouding tussen het aantal secundaire aandelen verkocht door insiders en het totaal aantal aandelen voor de beursintroductie, de tweede de verhouding tussen het aantal secundaire aandelen verkocht door major capitalists en het totaal aantal aandelen voor de beursintroductie.

9.2. Afhankelijke variabelen

9.2.1. *Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek*

Ten einde hypothese 1 te testen wordt gebruik gemaakt van de afhankelijke variabele *Publiek*. Deze stelt simpelweg het percentage van de aandelen voor dat aan het grote publiek wordt aangeboden bij de beursintroductie. Voor hypothese 2 wordt echter gebruik gemaakt van de variabele *PubliekSec*, die het percentage secundaire aandelen, dat aan het publiek wordt aangeboden, voorstelt.

9.2.2. Allocatie van de post-IPO aandelen

Om de verdeling van de aandelen naar nieuwe belangrijke aandeelhouders bij de beursintroductie getrouw voor te stellen, wordt gekozen voor de afhankelijke variabele *NieuwAHBlok*. Deze variabele vertegenwoordigt, in navolging van Alavi et al. (2008), het totale percentage van de aandelen na de beursintroductie dat toegewezen werd aan nieuwe aandeel-houders met elk minstens 5% van de post-IPO aandelen.

9.2.3. Expliciete kosten van de beursintroductie

Voor het onderzoeken van de impact op de verschillende kosten van een beursintroductie gaan we opnieuw eerst kijken naar de afzonderlijke kosten. Eerst kijken we naar de afhankelijke variabele bij het meten van de underpricing, vervolgens naar die bij de promotionele uitgaven.

Underpricing

Om hypothese 4 en 5 in verband met underpricing te gaan testen wordt, in overeenstemming met de IPO-literatuur, gebruik gemaakt van de afhankelijke variabele *UP* die de underpricing bij de beursintroductie voorstelt (Habib & Ljungqvist, 2001). Deze is berekend als het procentuele verschil tussen de sluitprijs na de eerste verhandelingsdag en de prijs van het IPO aanbod (de offerprijs). In formulevorm kan de geconstrueerde variabele als volgt voorgesteld worden:

$$UP = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (1)$$

waarbij P_1 de sluitprijs is na de eerste verhandelingsdag, P_0 de offerprijs is

Promotionele uitgaven

De totale promotionele uitgaven zijn simpelweg gedefinieerd als het totale bedrag in euro van de promotionele uitgaven. In navolging van Habib en Ljungqvist (2001) werden deze totale promotionele uitgaven gedeeld door het aantal originele aandelen voor de beursintroductie. Om enige bias te vermijden van het prijsniveau worden de promotionele uitgaven per origineel aandeel nog verder gedeeld door de geïmpliceerde waarde van een aandeel voor de beursintroductie en als dusdanig

wordt de variabele *UitgavenPSIV* bekomen. Deze variabele stelt de promotionele uitgaven voor die door de onderneming zelf gedragen worden. Meer specifiek wordt hiermee bedoeld dat wanneer er secundaire aandelen in het aanbod zitten, de fractie van de promotionele kosten die hieraan verbonden zijn ten laste zijn van de verkopende aandeelhouders en dus niet van de onderneming.

Aan de hand van de vergelijking opgesteld door Habib en Ljungqvist (2001) kunnen we deze variabele berekenen door de geïmpliceerde waarde van een aandeel voor de beursintroductie uit deze vergelijking te halen:

$$\bar{P}_1(1 + n_n) = \bar{P} + n_n P_O - \alpha E \quad (2)$$

waarbij \bar{P} en \bar{P}_1 respectievelijk de pre-IPO en de post IPO reële waarde van elk aandeel zijn, P_O de offerprijs is, n_n de verhouding is tussen het aantal nieuwe aandelen en het totaal aantal originele aandelen, E de totale promotionele uitgaven per (origineel) aandeel is en α is de fractie van de promotionele uitgaven die gedragen wordt door de onderneming zelf ($\alpha = N_n / (N_n + N_{o,s})$ waarbij N_n het aantal nieuwe aandelen is en $N_{o,s}$ het aantal originele aandelen is dat verkocht wordt). De fractie α wordt gedragen door de onderneming omdat dit ook de fractie van de IPO opbrengsten zijn die rechtstreeks naar de onderneming vloeien door de uitgifte van nieuwe (primaire) aandelen. De fractie $(1 - \alpha)$ wordt gedragen door de pre-IPO aandeelhouders omdat ook die fractie van de IPO opbrengsten naar hun vloeit door de verkoop van hun (secundaire) aandelen (Habib & Ljungqvist, 2001). Deze vergelijking stelt dat de waarde van de onderneming na de beursintroductie (linkerzijde van het gelijkheidsteken) gelijk is aan de pre-IPO waarde van de onderneming vermeerderd met de opbrengst van de beursintroductie minus de eventuele promotionele uitgaven die gedragen worden door de onderneming. De geïmpliceerde waarde van een aandeel voor de beursintroductie wordt berekend door te veronderstellen dat \bar{P}_1 gelijk is aan de sluitprijs na de eerste verhandelingsdag en op te lossen voor \bar{P} . De uiteindelijke berekening van *UitgavenPSIV* ziet er dan als volgt uit:

$$UitgavenPSIV = \frac{\text{Promotionele uitgaven per origineel aandeel}}{\bar{P}} \quad (3)$$

9.3. Onafhankelijke controle variabelen

Naast de afhankelijke variabelen zijn er voor het onderzoek natuurlijk ook onafhankelijke variabelen nodig. Enkele zeer belangrijke onafhankelijke variabelen zijn reeds besproken in Sectie 9.1, namelijk die wat de pre-IPO aandeelhoudersstructuur voorstellen. Verder zullen nu de overige, belangrijkste onafhankelijke controle variabelen worden toegelicht. Deze variabelen zullen verder bij de bespreking van de regressies, waarin ze opgenomen worden, nog aangehaald worden.

9.3.1. Lock-up periode

De lock-up periode speelt een belangrijke rol in het IPO proces aangezien deze aangeeft hoe lang de initiële aandeelhouders hun aandelen niet kunnen verkopen eens de beursintroductie is ingezet. Om deze lock-up periode voor te stellen is er gekozen voor de variabele *LockUpPeriod* en dit is de gewogen gemiddelde lock-up periode. Er is gekozen voor de gewogen gemiddelde lock-up periode omdat er bij menig beursintroducties verschillende lock-up periodes van toepassing zijn en de gewichten werden berekend als de fractie van de aandelen in lock-up die een bepaalde lock-up periode dienden te hanteren.

9.3.2. Underwriter reputatie

Een belangrijke speler in het IPO proces is de lead manager of de underwriter. Underwriters met een betere reputatie zullen dan ook meer macht hebben bij het bepalen van de te ondernemen stappen in het IPO proces (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Er werd een rangschikking opgesteld van de verschillende underwriters op basis van de IPO opbrengsten (gecorrigeerd voor inflatie). Vervolgens werd er een dummy variabele (*UnderwriterRep*) aangemaakt die de waarde één aanneemt indien de underwriter van de beursintroductie in het bovenste kwintiel zit, en dus een hoge reputatie heeft. Wanneer er meerdere underwriters waren bij een beursintroductie werd voor de berekening van de reputatie de rangschikking van de belangrijkste underwriter, zoals aangegeven in het prospectus, gehanteerd.

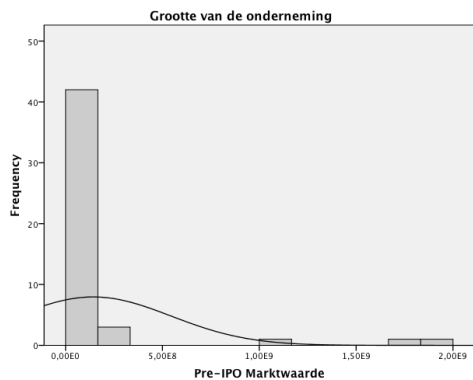
9.3.3. Schulden

De hoogte van de schulden vlak voor de beursintroductie wordt eveneens als controle variabele opgenomen in enkele regressies. De reden hiervoor wordt verder toegelicht bij de bespreking van de verschillende regressies. Als proxy voor de schulden werd de variabele *Schuld* aangemaakt en deze is als volgt geconstrueerd:

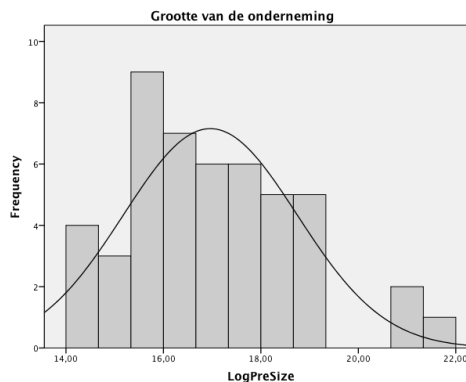
$$Schuld = \frac{\text{pre - IPO interestdragende schulden}}{\text{pre - IPO balanstotaal}} \quad (4)$$

9.3.4. Grootte van de onderneming

Teneinde te controleren voor de grootte van de onderneming werd gekozen om de pre-IPO marktwaarde als proxy te gebruiken. Deze wordt berekend door de offer prijs (aangepast voor inflatie) te vermenigvuldigen met het aantal uitstaande pre-IPO aandelen. Deze variabele vertoont echter een rechtsscheve verdeling (zie Figuur 9), waardoor beslist werd om het logaritme hiervan te nemen. Zo wordt de uiteindelijke variabele *LogPreSize* bekomen, die eerder een normale verdeling heeft (zie Figuur 10).



Figuur 9: Verdeling Pre-IPO Marktwaarde

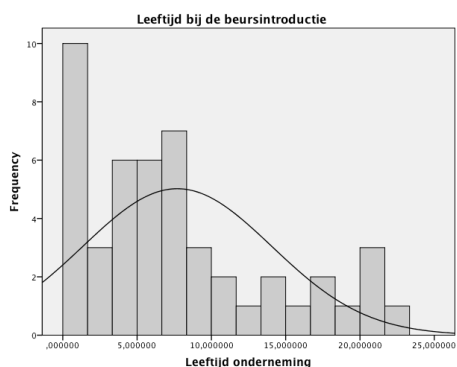


Figuur 10: Verdeling LogPreSize

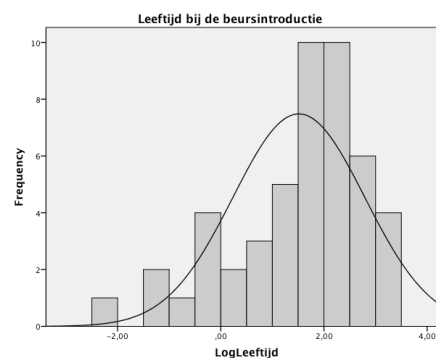
9.3.5. Leeftijd van de onderneming

Naast de grootte van de onderneming, is ook de leeftijd van de onderneming bij de beursintroductie een belangrijke controle variabele. De leeftijd bij de beursintroductie wordt geconstrueerd als het verschil tussen de datum van de IPO en de datum van oprichting van de onderneming. Zoals te zien is in Figuur 11 is deze leeftijd eveneens rechtsscheef verdeeld. Om een meer normale verdeling te bekomen wordt opnieuw

het logaritme genomen en bekomen we de variabele *LogLeeftijd*, die verdeeld is zoals in Figuur 12.



Figuur 11: Verdeling leeftijd onderneming



Figuur 12: Verdeling LogLeeftijd

9.3.6. Groeipotentieel van de onderneming

Teneinde het relatieve groeipotentieel van de onderneming, die naar de beurs gaat, voor te stellen wordt de ratio gehanteerd van de boekwaarde van het eigen vermogen ten opzichte van de marktwaarde van het eigen vermogen (*BTM*). Deze book-to-marketratio is als volgt geconstrueerd:

$$BTM = \frac{\text{boekwaarde eigen vermogen vlak na de IPO}}{\text{marktkapitalisatie bij het afsluiten van de eerste verhandelingsdag}} \quad (5)$$

9.3.7. Risico

Ook het risico van een investering in een bepaalde onderneming wordt opgenomen als een controle variabele. Als proxy om het risico voor te stellen is het voorbeeld van Alavi et al. (2008) gevolgd. De variabele *Risico* is aldus geconstrueerd als de standaarddeviatie van de dagelijkse returns van het eerste jaar.

9.3.8. Sector-gerelateerde kenmerken

Om te controleren voor de specifieke kenmerken van een bepaalde sector worden eveneens sector-dummies opgenomen. De sectoren die gehanteerd worden zijn die van de Industry Classification Benchmark. Deze taxonomie maakt gebruik van 10 sectoren waarin de ondernemingen worden verdeeld. Om de 'dummy variable trap' te vermijden, dient er ook één sector-dummy weggelaten te worden. De sectoren 0001

(Olie & Gas) en 6000 (Telecommunicatie) komen echter niet voor in de dataset die voorhanden is. Bijgevolg worden er dus 7 sector-dummies opgenomen in de regressies.

9.3.9. Jaar van beursintroductie

In navolging van Pagano et al. (1998) worden er jaardummies aan de regressies toegevoegd. Dit gebeurt om de invloed van het jaar waarin de onderneming haar beursintroductie doorvoert, te elimineren.

10. Beschrijvende statistieken

In deze secties worden enkele beschrijvende statistieken van de dataset toegelicht ten einde een beter inzicht te kunnen verkrijgen in de gegevens alsook in de relatie tussen de verschillende gegevens.

In Tabel 7 kunnen enkele gegevens teruggevonden worden die de eigenschappen van de ondernemingen en de IPO's in de sample verduidelijken. De gegevens die we vonden zullen in deze sectie vergeleken worden met de bevindingen van Laveren et al. (2009) ten einde enige veralgemeenbaarheid van de sample te kunnen trekken.

	<i>Gemiddelde</i>	<i>Mediaan</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Standaardafwijking</i>
Pre-IPO marktkapitalisatie (in miljoen EUR)	142,51	18,22	1,42	1929,79	401,07
Pre-IPO (financiële) schuld / balanstotaal (%)	30,24	27,38	0,00	80,00	23,05
Leeftijd van de onderneming bij IPO	7,70	6,52	0,10	21,67	6,36
Pre-IPO EBIT / balanstotaal (%)	0,86	4,51	-94,00	38,00	23,05
Bruto IPO opbrengst (in miljoen EUR)	82,45	5,03	0,16	1391,30	254,51
% van post-IPO aandelen publiek aangeboden	26,95	25,30	3,00	76,00	16,86
Underwriter rangschikking (1-5)	3,81	4,00	1,00	5,00	1,44
Gewogen gemiddelde lock-upperiode (in jaren)	0,91	1,00	0,00	2,55	0,44
Post-IPO marktkapitalisatie (in miljoen EUR)	158,77	23,82	1,81	1915,64	394,37
Underpricing (gecorrigeerd met de markt)	0,07	0,04	-0,17	0,40	0,12
Promotionele uitgaven (% van IPO opbrengst)	13,17	9,80	0,00	42,00	11,39
Welvaartsverlies (in miljoen EUR)	-2,97	0,50	-179,00	29,35	29,01
Welvaartsverlies relatief t.o.v. pre-IPO waarde	0,0443	0,0461	-0,11	0,12	0,04

Tabel 7: IPO- en ondernemingseigenschappen

Wat betreft de leeftijd van de onderneming bij de beursintroductie wordt een gemiddelde leeftijd van bijna 8 jaar gevonden (7,7 jaar). Dit is in lijn met de bevindingen van Laveren et al. (2007) die vonden dat de meeste ondernemingen die naar de beurs gingen in België tussen de 6 en de 15 jaar oud waren. Ook wat betreft de proportie van de aandelen die aan het publiek worden aangeboden bij de beursintroductie zijn de gegevens vergelijkbaar met die van Laveren et al. (2009). Zij vonden dat bij de meeste beursintroducties tussen 25% en 49% van de aandelen werden aangeboden aan het publiek, in onze sample worden gemiddeld 26,95% van de aandelen aangeboden aan het publiek bij de IPO. Als we vervolgens naar de beurskapitalisatie vlak na de IPO gaan kijken, wordt er echter een discrepantie gevonden met de bevindingen van Laveren et al. (2009). In de sample gebruikt voor dit onderzoek bedraagt de gemiddelde post-IPO marktkapitalisatie 158,77 miljoen euro. Laveren et al. (2009) vonden hier een enigszins hogere gemiddelde marktkapitalisatie van om en bij de 200 miljoen euro. Deze discrepantie kan echter te wijten zijn aan het feit dat in het onderzoek van Laveren et al. (2009) enkel beursintroductie op de Eerste Markt van Brussel werden opgenomen. In dit onderzoek zijn echter ook beursintroducties aan Alternext Brussels en aan de Vrije Markt van

Brussel opgenomen waar, zoals reeds eerder besproken, kleinere bedrijven in termen van marktkapitalisatie noteren.

Vervolgens kan er dieper ingegaan worden op de afhankelijke variabelen (die in een later stadium verder besproken zullen worden). De gegevens hieromtrent kunnen teruggevonden worden in onderstaande tabel (Tabel 8).

	<i>Gemiddelde</i>	<i>Mediaan</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Standaardafwijking</i>
% aandelen aangeboden aan het publiek (<i>Publiek</i>)	26,95	25,30	3,40	75,95	16,86
% in handen van grote, nieuwe aandeelhouders (<i>NieuwAHBlok</i>)	3,51	0,00	0,00	21,17	5,76
Underpricing (<i>MAR</i>)	0,07	0,04	-0,17	0,40	0,12
Promotionele uitgaven (% van de IPO opbrengst)	13,17	9,80	0,00	42,00	11,39

Tabel 8: Afhankelijke variabelen

Eerder werd reeds aangehaald dat gemiddeld 26,95% van de post-IPO aandelen aan het publiek werden aangeboden en dat dit in lijn was met de bevindingen van Laveren et al. (2007). Het percentage dat wordt toegewezen aan grote nieuwe aandeelhouders bedraagt gemiddeld 3,51%, wat lager is dan de 5%-drempel vanaf wanneer men spreekt van een belangrijke deelneming. Hierin vinden we reeds een eerste indicatie dat Belgische ondernemingen eerder weigerachtig staan ten opzichte van het aantrekken van nieuwe, grote aandeelhouders. Indien we gaan kijken naar de gemiddelde underpricing vinden we een waarde van 0,07 (of 7%). Dit is beduidend lager als de 14,32% die gevonden werd door Engelen (2000) over de periode 1996-1999. Tot slot wordt nog even stilgestaan bij de promotionele uitgaven. Deze bedroegen gemiddeld 13,17% van de IPO-opbrengsten.

De theoretische modellen die verband houden met beursintroducties, zoals die van Jensen & Meckling (1976) en Leland & Pyle (1977), veronderstellen vaak dat de ondernemingen in kwestie voorafgaand aan hun beursintroductie volledig in handen zijn van één enkele ondernemer (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Wanneer we dan kijken naar de pre-IPO aandeelhoudersstructuur, die uiteengezet is in Deel I van Tabel 9, zien we echter dat deze in feite erg divers is voor de Belgische ondernemingen opgenomen in de sample. Er kan vastgesteld worden dat er gemiddeld drie insiders zijn per IPO onderneming en gemiddeld twee major capitalists. Dit wijst erop dat de assumptie, gemaakt in de modellen van Jensen & Meckling (1976) en Leland & Pyle (1977), mogelijkwijs geen juiste assumptie is.

Verder kunnen we in Deel I van Tabel 9 eveneens zien dat voor de beursintroductie gemiddeld 62,88% van de aandelen in handen zijn van insiders van de onderneming, wat erop wijst dat deze groep van aandeelhouders gemiddeld gezien de controle over de onderneming bezitten voor de beursintroductie. De major capitalists hebben gemiddeld genomen 35,58% van de aandelen van de onderneming in handen.

	<i>Gemiddelde</i>	<i>Mediaan</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Standaardafwijking</i>
<i>Deel I: Pre-IPO aandeelhoudersstructuur</i>					
Aandelen van insiders	62,88	79,62	0,00	100,00	40,41
Aandelen van grootste insider	42,52	45,33	0,00	100,00	31,27
Aantal insiders	3,02	2,00	0,00	10,00	2,18
Aandelen van major capitalists	35,58	16,88	0,00	100,00	40,36
Aandelen van grootste capitalist	22,32	12,22	0,00	100,00	27,44
Aantal major capitalists	2,13	1,00	0,00	16,00	3,64
<i>Deel II: Verdeling van pre-IPO aandeelhouderschap</i>					
	<u># IPOs</u>	<u>% van alle IPOs</u>			
Insiders met 100%	18	37,50			
Insiders tussen 50% en 99%	12	25,00			
Insiders met minder dan 50%	18	37,50			
<i>waarvan,</i>					
Major capitalists met 100%	4	8,33			
Major capitalists tussen 50% en 99%	13	27,08			
Major capitalists met minder dan 50%	1	2,08			

Tabel 9: Pre-IPO aandeelhoudersstructuur en verdeling van de sample

Tot slot kan ook nog de verdeling van het pre-IPO aandeelhouderschap even onder de loep genomen worden. De gegevens hieromtrent kunnen teruggevonden worden in Deel II van Tabel 9. We kunnen zien dat in de gebruikte sample 37,5% van de ondernemingen voor de volle 100% in handen waren van insiders voor de beursintroductie. Deze bevinding ligt opnieuw in lijn met het eerder besproken feit dat in de sample eveneens ondernemingen zijn opgenomen die noteren aan Alternext Brussels en aan de Vrije Markt van Brussel. Deze kleinere ondernemingen zijn vaker in handen van één enkele ondernemer of één familie. We kunnen ook zien dat voor de ondernemingen waar de insiders minder dan de helft van de aandelen bezaten, in de meeste gevallen de major capitalists een overheersende invloed hadden.

11. Onderzoeksopzet

Om de verschillende hypothesen die eerder werden besproken te gaan testen, worden zoals eerder vermeld enkele regressies uitgevoerd. De regressies die worden uitgevoerd hangen vast aan de onderzoeksvragen en zo zullen deze hierna dan ook besproken worden.

11.1. Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek

Ter verduidelijking worden aan het begin van deze sectie de hypothesen die volgen uit de eerste deelvraag herhaalt. Deze luiden als volgt:

H₁: IPO ondernemingen geven een grotere proportie aandelen uit aan het publiek wanneer de deelneming van de insiders voor de beursgang ofwel zeer groot is, ofwel zeer klein.

H₂: IPO ondernemingen geven een grotere proportie secundaire aandelen uit aan het publiek wanneer er major capitalists in de onderneming aanwezig zijn.

Om de eerste hypothese te gaan testen hanteren we een regressiemodel met als afhankelijke variabele *Publiek*, die gedefinieerd is als in Sectie 9.2.1. Het eerste regressiemodel bevat de variabele *MajorCapDUM* en ziet er als volgt uit:

$$\begin{aligned} \text{Publiek} = & \alpha + \beta_1 \text{InsiderPRE} + \beta_2 \text{InsiderPRE}_{SQ} + \beta_3 \text{MajorCapDUM} + \beta_4 \text{LockUpPeriod} \\ & + \beta_5 \text{VrijwilligLockUpDUM} + \beta_6 \text{UnderwriterRep} + \beta_7 \text{LogPreSize} + \beta_8 \text{LogLeeftijd} \\ & + \beta_9 \text{Schuld} + \beta_{10} \text{BTM} + \sum \gamma_t \text{JaarDUM}_t + \sum \delta_i \text{SectorDUM}_i + \varepsilon \end{aligned}$$

Het tweede regressiemodel met de variabelen *VCDUM* en *CompanyDUM* ziet er dan als volgt uit:

$$\begin{aligned} \text{Publiek} = & \alpha + \beta_1 \text{InsiderPRE} + \beta_2 \text{InsiderPRE}_{SQ} + \beta_3 \text{VCDUM} + \beta_4 \text{CompanyDUM} \\ & + \beta_5 \text{LockUpPeriod} + \beta_6 \text{VrijwilligLockUpDUM} + \beta_7 \text{UnderwriterRep} + \beta_8 \text{LogPreSize} \\ & + \beta_9 \text{LogLeeftijd} + \beta_{10} \text{Schuld} + \beta_{11} \text{BTM} + \sum \gamma_t \text{JaarDUM}_t + \sum \delta_i \text{SectorDUM}_i + \varepsilon \end{aligned}$$

Zoals reeds eerder besproken wordt de variabele *Publiek* als afhankelijke variabele gebruikt om de proportie van de aandelen die aangeboden worden aan het publiek voor te stellen. Om echter de tweede hypothese te gaan testen wordt de afhankelijke variabele *Publiek* vervangen door de variabele *PubliekSec* die het aantal secundaire aandelen dat wordt aangeboden aan het publiek voorstelt. Die regressie ziet er als volgt uit:

$$\begin{aligned}
 \text{PubliekSec} = & \alpha + \beta_1 \text{InsiderPRE} + \beta_2 \text{MajorCapDUM} + \beta_3 \text{LockUpPeriod} \\
 & + \beta_4 \text{VrijwilligLockUpDUM} + \beta_5 \text{UnderwriterRep} + \beta_6 \text{LogPreSize} + \beta_7 \text{LogLeeftijd} \\
 & + \beta_8 \text{Schuld} + \beta_9 \text{BTM} + \sum \gamma_t \text{JaarDUM}_t + \sum \delta_i \text{SectorDUM}_i + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Daarnaast wordt zowel *InsiderPRE* als zijn kwadratische term (*InsiderPRE_{SQ}*) opgenomen om de niet-monotone relatie voor te stellen die aanwezig is tussen de deelneming van insiders en de proportie die aangeboden wordt aan het publiek, zoals ook blijkt uit H₁. In Sectie 9.1.1 werd reeds besproken dat er ofwel gewerkt wordt met de variabele *MajorCapDUM* ofwel met de combinatie van *VCDUM* en *CompanyDUM* om de impact van de deelneming van major capitalists te meten.

De niet-monotone relatie tussen *InsiderPRE* en *Publiek* toont de dynamiek van het behouden van de controle door het management maar deze relatie kan verstoord worden door een zekere nood bij de emittenten om aandelen te verkopen voor liquiditeits- of diversificatieredenen (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Er kan echter gecontroleerd worden voor deze redenen aangezien er bij Belgische beursintroducties in (nagenoeg) alle gevallen een lange lock-up periode wordt gehanteerd en hoe langer de lock-up periode, hoe groter de nood voor pre-IPO aandeelhouders om een deel van hun aandelen te verkopen bij de beursintroductie. Om deze reden wordt dus de variabele *LockUpPeriod* opgenomen in de regressie. Daarnaast wordt in navolging van Alavi et al. (2008) ook de dummy variabele *VrijwilligLockUpDUM* toegevoegd aangezien deze controleert voor aandeelhouders die hun aandelen vrijwillig in lock-up plaatsen en daarmee hun intentie om hun aandelen niet te verkopen kracht bijzetten.

Underwriters met een goede reputatie hebben vaak een grote onderhandelings-macht en deze kunnen ze in vele gevallen kunnen gebruiken om hun opbrengsten in de vorm van underwriting fees te vergroten. Dit kunnen ze doen door de emitterende onderneming onder druk te zetten om het aanbod te vergroten waardoor de underwriter, die een percentage van de IPO opbrengst krijgt, ook een groter bedrag

krijgt (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Voor deze underwriter reputatie wordt aldus gecontroleerd door het opnemen van de variabele *UnderwriterRep*.

De volgende variabelen, *LogPreSize* en *LogLeeftijd*, worden naar het voorbeeld van Alavi et al. (2008) opgenomen om te controleren voor de waardering en de financieringsbehoefte van de ondernemingen in de sample. Wanneer een onderneming bijvoorbeeld een hoge marktwaarde verwacht in vergelijking met de nood aan nieuw kapitaal, kan hetzelfde bedrag opgehaald worden met relatief minder aandelen. Daarnaast hebben grotere ondernemingen vaak meer intern kapitaal waardoor hun nood aan extern (aandelen)kapitaal kleiner is. Om dus te controleren voor de grootte van de onderneming wordt de variabele *LogPreSize* opgenomen. Daarnaast wordt ook de variabele *LogLeeftijd* opgenomen om de leeftijd van de onderneming bij de beursintroductie voor te stellen. De verwachting is dat hoewel kleine ondernemingen vaak een grote nood aan kapitaal hebben, ze meestal geen grote proportie aandelen kunnen uitgeven door hun korte bestaan.

Een belangrijke reden om over te gaan tot een beursintroductie is het her-balanceren van de kapitaalstructuur in de onderneming (Pagano, Panetta, & Zingales, 1998). Om die reden wordt gecontroleerd voor het niveau van de schulden voor de beursintroductie met de variabele *Schuld*.

Ten einde te kunnen controleren voor het groeipotentieel ten opzichte van de grootte van de onderneming wordt de variabele *BTM* opgenomen die reeds eerder werd besproken.

Er worden eveneens jaardummies opgenomen in de regressie om de invloed van het jaar waarin de beursintroductie wordt uitgevoerd te elimineren. Daarnaast worden er, in navolging van Kahle en Walkling (1996), sector dummies opgenomen om te kunnen controleren voor de sector-gerelateerde kenmerken.

11.2. Allocatie van de post-IPO aandelen

Ook hier wordt de hypothese van de tweede deelvraag kort herhaald. Deze luidde als volgt:

H₃: Hoe kleiner de deelneming van insiders voor de beursgang, hoe lager de weerstand van het management om aandelen toe te wijzen aan grote, nieuwe aandeelhouders.

Ten einde deze hypothese te testen wordt een speciale regressie gehanteerd, namelijk de Tobit-regressie omdat de afhankelijke variabele *NieuwAHBlok* wordt beperkt tot de waarden vanaf 5%. Deze ziet er als volgt uit:

$$\begin{aligned} \text{NieuwAHBlok} = & \alpha + \beta_1 \text{InsiderPRE} + \beta_2 \text{MajorCapDUM} + \beta_3 \text{LockUpPeriod} \\ & + \beta_4 \text{VrijwilligLockUpDUM} + \beta_5 \text{Publiek} + \beta_6 \text{UnderwriterRep} + \beta_7 \text{LogPreSize} \\ & + \beta_8 \text{Risiko} + \beta_9 \text{BookDUM} + \sum \gamma_t \text{JaarDUM}_t + \sum \delta_i \text{SectorDUM}_i + \varepsilon \end{aligned}$$

Als onafhankelijke variabelen worden *InsiderPRE* en *MajorCapDUM* opnieuw opgenomen om de aandeelhoudersstructuur van voor de beursgang voor te stellen. Aangezien hier wel wordt uitgegaan van een monotone relatie dient de variabele *InsiderPRE_{SQ}* aldus niet opgenomen te worden. Hier wordt opnieuw een tweede regressie uitgevoerd waarin *MajorCapDUM* vervangen wordt door de variabelen *VCDUM* en *CompanyDUM*.

De variabelen *LockUpPeriod* en *VrijwilligLockUpDUM* controleren hier opnieuw voor de verschillen in de post-IPO liquiditeit van de pre-IPO aandeelhouders. Daarnaast wordt ook de variabele *Publiek* opgenomen die de proportie van de aandelen aangeeft die aan het publiek worden aangeboden. Deze variabele controleert voor de relatieve grootte van het aanbod want wanneer er slechts een klein deel van de aandelen worden aangeboden aan het publiek is het vanzelfsprekend veel moeilijker om nieuwe grote deelnemingen te vormen.

Ook in deze regressie wordt de reputatie van de underwriter (*UnderwriterRep*) opgenomen. Grote, belangrijke onderwriters met veel macht kunnen vaak door hun betere marketingcampagnes helpen om grotere nieuwe aandeelhouders aan te trekken (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008).

De grootte van de onderneming, als voorgesteld door de variabele *LogPreSize*, wordt eveneens opgenomen ten einde te kunnen controleren voor het feit dat grote (institutionele) beleggers vaak verkiezen om te investeren in grotere ondernemingen omdat deze vaak een grotere transparantie hebben (Kahn & Winton, 1998). Bijgevolg zou het dus bij grotere ondernemingen eerder voorkomen dat er grote nieuwe aandeelhouders in de onderneming komen bij de beursintroductie.

In navolging van Alavi et al. (2008) wordt er gecontroleerd voor risico door inclusie van de variabele *Risiko*. Hiervoor wordt gecontroleerd aangezien nieuwe beleggers om

redenen van diversificatie liever vermijden om blootgesteld te worden aan hoge risico's door het investeren in risicovolle ondernemingen.

Er wordt eveneens gecontroleerd voor het gebruik van de bookbuilding methode bij de beursintroductie omdat bij deze methode grote (institutionele) beleggers vaak verkozen worden (Benveniste & Spindt, 1989). Hiertoe wordt dus de variabele BookDUM opgenomen.

Tot slot worden opnieuw de jaardummies en de sectordummies opgenomen om te controleren voor respectievelijk het jaar waarin de beursintroductie plaatsvindt en de sector-specifieke kenmerken.

11.3. Expliciete kosten van de beursintroductie

Aangezien er drie verschillende afhankelijke variabelen zijn bij de derde deelvraag, zullen ook de hypothesen telkens herhaalt worden voor de toelichting van elk van deze drie regressies. Op enkele uitzonderingen na zijn de onafhankelijke variabelen wel steeds dezelfde dus deze zullen slechts één maal besproken worden.

11.3.1. Underpricing

De hypothesen hier luiden als volgt:

H₄: Hoe kleiner de deelneming van insiders voor de beursgang, hoe groter de mate van underpricing bij de beursintroductie.

H₅: Hoe meer secundaire aandelen verkocht worden (door insiders en major capitalists) bij de beursintroductie, hoe lager de mate van underpricing.

De regressie om deze hypothesen te testen ziet er als volgt uit:

$$\begin{aligned} UP = & \alpha + \beta_1 InsiderPRE + \beta_2 MajorCapDUM + \beta_3 InsiderSale + \beta_4 MCSale \\ & + \beta_5 UnderwriterRep + \beta_6 LockUpPeriod + \beta_7 VrijwilligLockUpDUM + \beta_8 LogPreSize \\ & + \beta_9 LogLeeftijd + \beta_{10} Schuld + \beta_{11} BTM + \beta_{12} Risico + \beta_{13} BookDUM + \sum \gamma_t JaarDUM_t \\ & + \sum \delta_i SectorDUM_i + \varepsilon \end{aligned}$$

Ook in deze regressie stellen de variabelen *InsiderPre* en *MajorCapDUM* de aandeelhoudersstructuur van voor de beursintroductie voor. Net als in de vorige sectie is ook hier geen sprake van een niet-monotone relatie waardoor *InsiderPre_{sq}* opnieuw niet wordt opgenomen. Aangezien hier de identiteit van de major capitalists geen belangrijke rol speelt, zal hier ook geen tweede regressie worden uitgevoerd waarin de identiteit van de major capitalists wordt weerspiegeld.

Ljungqvist en Wilhelm (2003) stellen dat pre-IPO aandeelhouders die aandelen verkopen bij de beursintroductie (of vlak erna) het onmiddellijke effect van underpricing dienen te internaliseren waardoor ze een erg sterke neiging hebben om deze kost te drukken. Om voor deze secundaire verkopen te controleren worden de variabelen *InsiderSale* en *MCSale* in de regressie opgenomen. Verder worden eveneens de variabelen *LockUpPeriod* en *VrijwilligLockUpDUM* opgenomen om te kunnen controleren voor beperking die aanwezig zijn voor pre-IPO aandeelhouders om aandelen te verkopen op de secundaire markt.

Vervolgens worden er, in navolging van Alavi et al. (2008) een heel aantal variabelen opgenomen om te controleren voor het niveau van informatie-asymmetrie, aangezien dit in de literatuur over het algemeen wordt erkend als een zeer belangrijke verklaring van underpricing. De variabelen die hiermee verband houden zijn de underwriter reputatie (*UnderwriterRep*), de grootte van de onderneming voor de beursgang (*LogPreSize*), de leeftijd van de onderneming (*LogLeeftijd*), de schuldratio (*Schuld*), het groeipotentieel van de onderneming (*BTM*) en de volatiliteit of het risico van de onderneming (*Risico*).

Ook wordt dummy variabele *BookDUM* opgenomen in de regressie omdat de bookbuilding methode leidt tot minder mispricing dan de fixed price methode of de auction methode (Loughran, Ritter, & Rydquist, 1994).

Tot slot worden eveneens hier jaardummies en sectordummies opgenomen om te controleren voor het jaar van beursintroductie en de sector-specifieke kenmerken.

11.3.2. Promotionele uitgaven

De hypothesen voor dit onderdeel luiden als volgt:

H₆: Hoe groter de deelneming van de insiders voor de beursintroductie, hoe lager de promotionele uitgaven die gepaard gaan met de beursintroductie.

H₇: Hoe groter de deelneming van major capitalists voor de beursintroductie, hoe hoger de promotionele uitgaven die gepaard gaan met de beursintroductie.

Om deze hypothesen te gaan testen wordt er gewerkt met een variant van de vorige regressie, maar met een andere afhankelijke variabele, namelijk de promotionele uitgaven per aandeel over de geïmpliceerde waarde die worden voorgesteld door *UitgavenPSIV*. De regressie ziet er dan als volgt uit:

$$\begin{aligned} \text{UitgavenPSIV} = & \alpha + \beta_1 \text{InsiderPRE} + \beta_2 \text{MajorCapDUM} + \beta_3 \text{UnderwriterRep} \\ & + \beta_4 \text{LockUpPeriod} + \beta_5 \text{VrijwilligLockUpDUM} + \beta_6 \text{LogPreSize} \\ & + \beta_7 \text{LogLeeftijd} + \beta_8 \text{Schuld} + \beta_9 \text{BTM} + \beta_{10} \text{Risico} + \beta_{11} \text{BookDUM} \\ & + \sum \gamma_t \text{JaarDUM}_t + \sum \delta_i \text{SectorDUM}_i + \varepsilon \end{aligned}$$

Merk op dat naast een andere afhankelijke variabele eveneens de variabelen *InsiderSale* en *MCSale* weggelaten zijn in vergelijking met de vorige regressie. De reden hiervoor is dat er reeds gecontroleerd wordt voor secundaire verkopen door de manier waarop de afhankelijke variabele *UitgavenPSIV* geconstrueerd is (zie Sectie 9.2.3).

En net zoals in de vorige sectie is ook hier de identiteit van de major capitalists van ondergeschikt belang dus zal ook hier geen tweede regressie uitgevoerd worden om deze identiteiten voor te stellen.

Verder worden de andere controle variabelen wel toegevoegd om gelijkaardige redenen als reeds uiteengezet bij de bespreking van het vorige onderdeel omtrent underpricing.

12. Onderzoeksresultaten

In het verlengde van de onderzoeksopzet zullen vervolgens ook de onderzoeksresultaten besproken worden per deelvraag. Zo zullen er drie grote onderdelen zijn namelijk: de proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek, de allocatie van de post-IPO aandelen en de totale kosten van een beursintroductie.

12.1. Proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek

Hieronder wordt de tabel getoond met de resultaten van de verschillende regressies die uitgevoerd werden om de hypothesen van deelvraag 1 te testen. In de eerste plaats vindt u de coëfficiënt, daaronder wordt ook telkens de standaardafwijking meegegeven.

	Afhankelijke variabele = <i>Publiek</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>InsiderPre</i>	-0,489 (0,238) **	-0,501 (0,241) **	-0,310 (0,094) ***	-0,258 (0,101) **
<i>InsiderPreSQ</i>	0,205 (0,249)	0,256 (0,238)		
<i>MajorCapDUM</i>	0,027 (0,084)		0,071 (0,065)	
<i>VCDUM</i>		0,001 (0,053)		0,031 (0,043)
<i>CompanyDUM</i>		0,019 (0,064)		0,004 (0,063)
<i>LockUpPeriod</i>	-0,005 (0,043)	-0,005 (0,045)	0,003 (0,042)	0,015 (0,042)
<i>VrijwilligLockUpDUM</i>	0,019 (0,039)	0,021 (0,039)	0,014 (0,038)	0,017 (0,039)
<i>UnderwriterRep</i>	0,031 (0,036)	0,031 (0,037)	0,031 (0,036)	0,031 (0,037)
<i>LogPreSize</i>	-0,005 (0,017)	-0,005 (0,017)	-0,009 (0,016)	-0,008 (0,016)
<i>LogLeeftijd</i>	-0,028 (0,016) *	-0,028 (0,016) *	-0,027 (0,016) *	-0,025 (0,017)
<i>Schuld</i>	-0,047 (0,084)	-0,046 (0,085)	-0,059 (0,082)	-0,057 (0,084)
<i>BTM</i>	0,092 (0,097)	0,089 (0,099)	0,086 (0,097)	0,086 (0,100)
<i>Constante</i>	0,378 (0,308)	0,346 (0,324)	0,336 (0,302)	0,286 (0,319)
Adj. R-SQ	0,549	0,536	0,553	0,534
# observaties	48	48	48	48

*** = 1% sn.

** = 5% sn.

* = 10% sn.

Tabel 10: Regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek

Afhankelijke variabele = <i>PubliekSec</i>	
	(5)
<i>InsiderPRE</i>	-0,099 (0,075)
<i>MajorCapDUM</i>	0,081 (0,040) *
<i>LockUpPeriod</i>	-0,024 (0,041)
<i>VrijwilligLockUpDUM</i>	0,061 (0,039)
<i>UnderwriterRep</i>	-0,010 (0,037)
<i>LogPreSize</i>	0,043 (0,016) **
<i>LogLeeftijd</i>	-0,008 (0,017)
<i>Schuld</i>	-0,083 (0,083)
<i>BTM</i>	0,107 (0,098)
<i>Constante</i>	-0,577 (0,302) *
Adj. R-SQ	0,473
# observaties	48

*** = 1% sn. ** = 5% sn. * = 10% sn.

Tabel 11: Regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie secundaire aandelen aangeboden aan het publiek

Uit de eerste twee regressies, (1) en (2), die werd uitgevoerd kunnen we zien dat de niet-monotone relatie die werd vooropgesteld door hypothese 1 niet ondersteund wordt door de data. Er is echter wel een impact vastgesteld van de grootte van de deelneming van de insiders op de proportie van de aandelen die aan het publiek worden aangeboden. De negatieve en significante coëfficiënt bij *InsiderPRE* wijst erop dat de insiders in Belgische ondernemingen erg bezig zijn met het behouden van de controle en ze dus relatief weinig aandelen aan het publiek wensen aan te bieden indien ze ook de controle over de onderneming bezitten. Wanneer ze echter geen controle over de onderneming bezitten (en ze dus een relatief kleine deelneming in de onderneming hebben) zullen ze noch de macht, noch de incentive hebben om er voor te zorgen dat er slechts weinig aandelen aan het publiek worden aangeboden en kan het dus toch gebeuren dat er een grote proportie aandelen aan het publiek wordt aangeboden.

Aangezien de niet-monotone relatie niet werd ondersteund, werd er ook een nieuwe regressie uitgevoerd waarin de kwadratische term van *InsiderPre*, *InsiderPreSQ*, werd weggelaten. Deze vindt u in de tabel terug onder de modellen (3) en (4).

De positieve, maar niet significante coëfficiënten bij *MajorCapDUM*, *VCDUM* en *CompanyDUM* onderstrepen dat de major capitalists niet erg bezig zijn met het behouden van de controle in de ondernemingen. We kunnen bijgevolg stellen dat dit resultaat wijst op het feit dat major capitalists relatief onverschillig staan ten opzichte van het aanbieden van een grote of kleine proportie aandelen aan het publiek aangezien ze de beursintroductie veelal zien als een exit mechanisme uit de onderneming.

Wanneer we echter gaan kijken naar de tweede hypothese, die stelt dat de aanwezigheid van major capitalists er voor zorgt dat er een grotere proportie secundaire aandelen wordt aangeboden aan het publiek vinden we echter wel significante resultaten. De positieve, significante coëfficiënt bij *MajorCapDUM* in model 5 uit Tabel 11 bevestigt inderdaad hypothese 2.

Van de controle variabelen is enkel de coëfficiënt bij *LogLeeftijd* significant in de eerste vier modellen en *LogPreSize* in het vijfde model. De negatieve coëfficiënt bij *LogLeeftijd* valt te verklaren door het feit dat relatief jonge ondernemingen een zeer hoge, en zelfs hogere, nood hebben aan financiële middelen en bijgevolg dus ook een grotere fractie van de aandelen aan het publiek uit zullen geven. Allicht zullen dit ook voornamelijk primaire aandelen zijn aangezien er bij secundaire aandelen geen nieuw kapitaal wordt opgehaald. In elk van de regressies zijn de jaardummies en de sectordummies opgenomen maar de coëfficiënten hiervan worden niet getoond.

Algemeen kunnen we zeggen dat de eerste hypothese niet volledig wordt ondersteund aangezien er geen niet-monotone relatie wordt teruggevonden maar de relatie die gevonden wordt tussen *InsiderPRE* en *Publiek* vindt toch in zekere mate aansluiting met de literatuur waarin gesteld wordt dat de insiders erg gefocust zijn op het behouden van de controle (Zingales, 1995; Brau & Fawcett, 2006). De tweede hypothese van deze deelvraag wordt wel ondersteund.

12.2. Allocatie van de post-IPO aandelen

In onderstaande tabel worden de resultaten getoond van de Tobit-regressie analyses die uitgevoerd werden om een antwoord te bieden op de hypothese van deelvraag 2. Opnieuw vindt u eerst de coëfficiënt en vervolgens de standaardafwijking met (eventueel) bijhorend significantieniveau.

	Afhankelijke variabele = <i>NieuwAHBlok</i>	
	(1)	(2)
<i>InsiderPRE</i>	-0,193 (0,051) ***	-0,075 (0,054)
<i>MajorCapDUM</i>	0,079 (0,034) **	
<i>VCDUM</i>		0,073 (0,028) **
<i>CompanyDUM</i>		-0,122 (0,032) ***
<i>LockUpPeriod</i>	0,053 (0,022) **	0,091 (0,028) ***
<i>VrijwilligLockUpDUM</i>	-0,089 (0,019) ***	-0,142 (0,019) ***
<i>Publiek</i>	0,056 (0,061)	-0,018 (0,049)
<i>UnderwriterRep</i>	0,032 (0,014) **	0,054 (0,014) ***
<i>LogPreSize</i>	0,025 (0,009) ***	0,004 (0,009)
<i>Risico</i>	-2,040 (0,736) **	-4,792 (0,838) ***
<i>BookDUM</i>	-0,059 (0,029) **	-0,041 (0,026)
<i>Constante</i>	-0,514 (0,176) ***	0,175 (0,208)
Log likelihood	29,571	34,330
LR test p-waarde	0,0000	0,0000

*** = 1% sn. ** = 5% sn. * = 10% sn.

Tabel 12: Tobit-regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de allocatie van de post-IPO aandelen

In Tabel 12 zien we voor elk van de modellen een negatieve relatie tussen de deelneming van de insiders (*InsiderPRE*) en de toewijzing van nieuwe aandelen aan nieuwe, grote aandeelhouders (*NieuwAHBlok*). Enkel voor model (1) is deze relatie ook significant, voor modellen (2) is er geen significantie teruggevonden. Deze negatieve relatie bevestigt het vermoeden, vooropgesteld door de hypothese, dat insiders erg gefocust zijn op het behouden van de controle en ze bijgevolg weigerachtig staan tegen het aantrekken van grote, nieuwe (institutionele) aandeelhouders indien ze de controle bezitten vóór de beursintroductie.

Verder zijn de coëfficiënten bij *MajorCapDUM* en *VCDUM* positief en significant want er opnieuw op wijst dat de major capitalists en voornamelijk de venture capitalists niet erg bezig zijn met het behouden van de controle over de onderneming en ze dus bijgevolg ook geen weerstand zullen bieden tegen het aantrekken van grote, nieuwe aandeelhouders. De significantie van deze coëfficiënten wijst er zelfs op dat de aanwezigheid van de major (venture) capitalists ervoor zorgt dat meer grote, nieuwe aandeelhouders worden aangetrokken. Dit resultaat ligt in lijn met de stelling van Stoughton & Zechner (1998) dat grote, nieuwe (institutionele) beleggers worden aangetrokken omdat deze een belangrijke toezichtsfunctie hebben. De coëfficiënt die wordt teruggevonden bij *CompanyDUM* is echter negatief wat erop wijst dat deze eveneens kiezen om geen grote, nieuwe aandeelhouders aan te trekken in het IPO proces. Een mogelijke verklaring hiervoor zou kunnen zijn dat de ondernemingen die een deelneming hebben in de IPO-onderneming in de sample verkiezen om net als de insiders de controle over de onderneming te behouden en de beursintroductie niet te gebruiken als een exit mechanisme. Aan de basis hiervan zou kunnen liggen dat er in het management van spin-off ondernemingen een groot deel van het management van de moederonderneming kan zetelen. Deze kunnen dan ook via de moederonderneming proberen om het aantrekken van grote, nieuwe aandeelhouders tegen te houden.

Wat betreft de controle variabelen vinden we significante coëfficiënten bij nagenoeg elk van deze variabelen. De positieve coëfficiënt bij *UnderwriterRep* wijst erop dat meer prestigieuze onderwriters er dus inderdaad voor zorgen dat er meer nieuwe, grote aandeelhouders worden aangetrokken. De negatieve coëfficiënt bij de variabele *Risico* bevestigt eveneens het vooropgestelde vermoeden dat de grote, institutionele beleggers ondernemingen met een hoog risicogehalte wensen te vermijden en hier bijgevolg dus minder vlug in zullen investeren. In elk van de regressies zijn de jaardummies en de sectordummies opgenomen maar de coëfficiënten hiervan worden niet getoond.

We kunnen besluiten dat de derde hypothese omtrent de allocatie van aandelen aan nieuwe, grote (institutionele) beleggers inderdaad aanvaard wordt wat nogmaals wijst op de nood aan controleretentie bij de insiders van de onderneming.

12.3. Expliciete kosten van een beursintroductie

In de onderstaande tabel kunnen de resultaten teruggevonden worden met betrekking tot de regressie analyses die uitgevoerd werden ten einde de hypothesen verbonden aan deelvraag 3 te kunnen testen. Zowel de resultaten voor het onderdeel onderpricing als voor het onderdeel promotionele uitgaven zijn weergegeven in deze tabel.

	Afhankelijke variabele = <i>UP</i>	Afhankelijke variabele = <i>UitgavenPSIV</i>
	(1)	(2)
<i>InsiderPre</i>	-0,246 (0,114) **	-0,051 (0,020) **
<i>MajorCapDUM</i>	0,091 (0,068)	0,021 (0,0122) *
<i>InsiderSale</i>	-0,607 (0,849)	
<i>MCSale</i>	0,059 (0,124)	
<i>UnderwriterRep</i>	0,006 (0,044)	-0,002 (0,007)
<i>LockUpPeriod</i>	0,006 (0,048)	-0,002 (0,009)
<i>VrijwilligLockUpDUM</i>	0,010 (0,041)	-0,001 (0,008)
<i>LogPreSize</i>	-0,009 (0,022)	-0,016 (0,004) ***
<i>LogLeeftijd</i>	-0,009 (0,021)	-0,001 (0,004)
<i>Schuld</i>	-0,104 (0,094)	-0,021 (0,017)
<i>BTM</i>	0,004 (0,115)	-0,012 (0,021)
<i>Risico</i>	-0,252 (0,557)	0,006 (0,101)
<i>BookDUM</i>	-0,014 (0,077)	0,028 (0,012) **
<i>Constate</i>	0,136 (0,372)	0,343 (0,069) ***
Adj. R-SQ	0,2538	0,5106
# observaties	48	48
	*** = 1%	** = 5% * = 10%

Tabel 13: Regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de kosten van de beursintroductie

12.3.1. Underpricing

Het eerste model in Tabel 13 is de regressie analyse waarin de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de mate van underpricing wordt geanalyseerd. In dit model kan een significante, negatieve coëfficiënt bij *InsiderPRE* vastgesteld worden.

Dit resultaat bevestigt het in hypothese 4 vooropgestelde vermoeden dat de managers van een onderneming de neiging hebben om te zorgen voor een lagere mate van underpricing indien ze zelf een belangrijke deelneming hebben in de onderneming in kwestie. Deze aandeelhouders wensen namelijk geen welvaartsverlies te lijden door deze underpricing.

Wat betreft de tweede hypothese in verband met underpricing, hypothese 5, vinden we geen aansluiting in de resultaten. De coëfficiënten bij *InsiderSale* en *MCSale* zijn beiden niet significant. Er kan voor de Belgische beursintroductions aldus geen ondersteuning gevonden worden voor de stelling van Ljungqvist en Wilhelm (2003) dat pre-IPO aandeelhouders de underpricing proberen te beperken aangezien ze deze kosten onmiddellijk zouden moeten internaliseren door hun secundaire verkopen.

Verder zijn de opgenomen controle variabelen eveneens niet significant waardoor er geen verdere uitspraken gedaan kunnen worden over de invloed van deze variabelen op de mate van underpricing.

12.3.2. Promotionele uitgaven

In het tweede model in Tabel 13 vinden we de regressie analyse terug waarin het effect van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de promotionele uitgaven bij een beursintroductie wordt geëvalueerd. De coëfficiënt bij *InsiderPRE* is negatief en significant wat erop wijst dat hypothese 6 bevestigd kan worden. Net als voor underpricing wordt hier dus aansluiting gevonden met de gedachte dat de managers van de onderneming de promotionele kosten van de beursintroductie proberen te drukken aangezien deze een druk kunnen plaatsen op het operationele budget ter beschikking van de managers.

Verder wordt er een positieve, significante coëfficiënt gevonden voor *MajorCapDUM*. Dit resultaat bevestigt de zevende en laatste hypothese dat de major capitalists een druk uitoefenen op de onderneming om hoge promotionele kosten te maken. Dit is naar alle waarschijnlijkheid gelinkt aan hun wens om de beursintroductie te gebruiken als exit mechanisme uit de onderneming.

Wat betreft de controle variabelen vinden we een negatieve, significante coëfficiënt bij *LogPreSize*. Deze wijst erop dat kleinere ondernemingen vaak relatief hogere promotionele uitgaven zullen maken dan grotere ondernemingen. Een verklaring voor deze bevinding kan gevonden worden in het feit dat kleine ondernemingen vaak meer

moeite en geld moeten spenderen om hun beursintroductie bekend te maken bij de beleggers net omdat ze klein zijn. De grotere ondernemingen zullen in veel gevallen reeds op de radar zijn van de beleggers en zullen dus minder marketing inspanning moeten leveren om hun bekend te maken bij deze beleggers.

De coëfficiënt bij *BookDUM* is positief en significant wat erop wijst dat ondernemingen die de bookbuilding procedure toepassen vaker meer geld spenderen aan promotionele doeleinden. Deze hogere uitgaven zijn te wijten aan de roadshows en andere promotionele acties die georganiseerd worden om de beursintroductie van de onderneming in kwestie onder de aandacht van de (institutionele) beleggers te brengen.

Algemeen kunnen we concluderen dat hypothesen 4 en 6, die beiden aanvaard werden, in de context van de totale kosten van een beursintroductie, met elkaar gelinkt zijn. Er wordt in beide gevallen een significante, negatieve relatie teruggevonden tussen de deelneming van de insiders voor de beursintroductie en het onderdeel van de kosten van een beursintroductie, namelijk de underpricing en de promotionele uitgaven. Verder werd voor hypothese 5 geen aansluiting gevonden. Hypothese 7 kon dan weer wel bevestigd worden wat betekent dat er een positieve relatie bestaat tussen de deelneming van de major capitalists voor de beursintroductie en de (promotionele) kosten van de beursintroductie.

Deel IV: Algemene conclusie en kritische reflectie

13. Algemene conclusie

In het begin van Deel III met betrekking tot het empirisch onderzoek werd een centrale onderzoeksvraag geformuleerd namelijk: Wat is de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op het IPO-proces van Belgische ondernemingen? Na het uitvoeren van de literatuurstudie in Deel II en het empirische onderzoek in Deel III kan deze onderzoeksvraag beantwoord worden. Er kan afzonderlijk een antwoord gegeven worden op de drie deelvragen en er zullen aldus ook enkele conclusies getrokken worden per deelvraag.

Ten einde een antwoord te formuleren op de eerste deelvraag, die betrekking had op de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie van de aandelen aan het publiek aangeboden bij de beursintroductie, kan er gezegd worden dat in de literatuur vaak een niet-lineaire relatie wordt teruggevonden tussen de deelneming van de insiders en de proportie die aan het publiek wordt uitgegeven (Alavi, Kien Pham, & My Pham, 2008). Deze niet-lineaire relatie vindt zijn oorsprong in de gedachtegang met betrekking tot controle retentie. Wanneer ze ofwel een grote deelneming hebben (en dus zeker zijn van hun controlepositie) ofwel een zeer kleine deelneming hebben (en dus geen controlepositie hebben) zijn ze bereid om een hoger percentage aan het publiek uit te geven. In het empirische onderzoek kon echter geen ondersteuning gevonden worden voor deze niet-lineaire relatie. Wel werd voor de Belgische beursintroducties een lineaire, negatieve relatie gevonden tussen de deelneming van de insiders en de proportie uitgegeven aan het publiek. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de insiders in Belgische ondernemingen die overgaan tot een beursintroductie heel erg bezig zijn met controle retentie en dat ze, zelfs indien ze reeds een groot aandeel in de onderneming bezitten, weigerachtig staan tegenover het uitgeven van een grote proportie aan het publiek. Ook werd in het onderzoek van Laveren et al. (2009) reeds teruggevonden dat Belgische ondernemingen sowieso weigerachtig staan ten opzichte van het uitgeven van grote proporties aan het publiek.

Verder werd ook gesteld dat wanneer er major capitalists in de onderneming aanwezig zijn, die de beursintroductie voornamelijk zien als een exit mechanisme, er meer secundaire aandelen aan het publiek worden aangeboden. Voor deze stelling kon ondersteuning gevonden worden in het empirisch onderzoek. Deze major capitalists zijn voornamelijk venture capitalists, business angels of moederbedrijven.

Voor dit soort kapitaalverschaffers (aandeelhouders) is het belangrijk om gedurende enkele jaren de onderneming te helpen groeien om dan met een groot rendement uit de onderneming te kunnen stappen. Het perfecte moment hiervoor is de beursintroductie omdat ze op dat moment toegang krijgen tot een zeer grote markt waarop zij hun (secundaire) aandelen kunnen verkopen.

Algemeen kunnen we voor de eerste deelvraag dus stellen dat er wel degelijk een zeer belangrijke invloed is van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek, ook al verschilt deze invloed voor de Belgische beursintroducties enigszins van de invloed die wordt teruggevonden in de literatuur.

Om te antwoorden op de tweede deelvraag omtrent de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de allocatie van de aandelen is het belang van de twee theorieën van Brennan en Franks (1997) en Stoughton en Zechner (1998) erg hoog. Voor de eerste theorie met betrekking tot het belang van het vermijden van grote, nieuwe aandeelhouders met het oog op controle retentie voor de insiders wordt ondersteuning gevonden in het empirisch onderzoek. Maar ook voor de tweede theorie, die stelt dat grote aandeelhouders vaak institutionele aandeelhouders zijn die procedures hebben ontwikkeld om de beste uitkomst te bekomen voor alle aandeelhouders en dus een toezichtsfunctie bekleden, werd ondersteuning gevonden. Er werd namelijk een negatieve relatie vastgesteld tussen de deelneming van de insiders en het toewijzen van aandelen aan een grote, nieuwe aandeelhouder. Deze bevinding wijst erop dat wanneer de deelneming van de insiders relatief groot is, de eerste theorie ondersteund wordt aangezien de insiders dan een controlepositie bezitten. Wanneer hun deelneming echter relatief klein is en ze bijgevolg geen controlepositie bezitten, wordt de tweede theorie ondersteund en zullen er dus wel grote aandeelhouders aangetrokken worden.

Voor deze tweede deelvraag kan dus geconcludeerd worden dat er voor Belgische ondernemingen, die de stap naar de beurs zetten, een significante invloed is van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de allocatie van de aandelen.

De derde en laatste deelvraag behandelde de invloed van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de expliciete kosten van een beursintroductie. Deze kosten werden in het empirisch onderzoek opgesplitst naar de twee belangrijkste onderdelen, namelijk *underpricing* en *promotionele kosten*. Wat betreft het onderdeel *underpricing* werd aansluiting gevonden met de stelling van Jensen en Meckling (1976) dat de pre-

IPO insiders van de onderneming de "kosten" van underpricing wensen te drukken aangezien underpricing zorgt voor een verlaging van de ondernemingswaarde. Indien de insiders een relatief grote deelneming bezitten in de onderneming is bijgevolg een groot deel van deze waarde-vermindering ten laste van hen.

Aandeelhouders die hun secundaire aandelen wensen te verkopen krijgen de nadelen (kosten) van underpricing meteen ten laste bij de verkoop van hun aandelen bij de beursintroductie. Volgens Ljungqvist en Wilhelm (2003) zou er bijgevolg een lagere mate van underpricing vastgesteld moeten worden indien er meer secundaire aandelen verkocht worden bij de beursintroductie. Voor deze stelling wordt echter geen ondersteuning gevonden bij Belgische beursintroducties wat een indicatie geeft dat verkopende aandeelhouders in België niet zo erg bezig zijn met de nadelen die verbonden zijn aan underpricing. Een reden hiervoor kan zijn dat de verkopende aandeelhouders meer bezig zijn met de verhandelbaarheid van hun aandelen zodat deze makkelijk verkocht kunnen worden.

Wanneer we naar het tweede onderdeel van de kosten van de beursintroductie gaan kijken, de promotionele uitgaven, zou hier een gelijkaardige relatie moeten teruggevonden worden als bij underpricing aangezien het ook om kosten van de beursintroductie draait. Meer bepaald zouden de insiders of het management van de onderneming de promotionele uitgaven wensen te beperken aangezien deze een grote druk op het operationele budget van de onderneming kunnen plaatsen. In het empirisch onderzoek wordt een negatieve relatie teruggevonden tussen de deelneming van de insiders en de promotionele uitgaven wat de bovenstaande stelling dus bevestigt. Er kan geconcludeerd worden dat het management van Belgische ondernemingen die naar de beurs gaan werkelijke bezig is met het beperken van de promotionele uitgaven om zo budgettaire beperkingen te kunnen vermijden.

De major capitalists in de onderneming oefenen echter wel een zekere druk uit op de onderneming om meer promotionele uitgaven te doen aangezien deze de beursintroductie zo bekend en aantrekkelijk mogelijk willen maken bij de beleggers. De reden hiervoor is opnieuw dat deze groep van aandeelhouders, de beursintroductie ziet als een exit mechanisme uit de onderneming. Aangezien in het empirisch onderzoek een positieve relatie wordt teruggevonden tussen de aanwezigheid van major capitalists en de hoogte van de promotionele uitgaven, wordt de bovenstaande stelling ondersteund: de major capitalists verkiezen duidelijk om hogere uitgaven te doen om de beursintroductie bekender te maken bij de beleggers.

Wat betreft de derde deelvraag kan geconcludeerd worden dat er een belangrijke invloed is van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de expliciete kosten van een beursintroductie. Zowel voor het onderdeel underpricing als voor het onderdeel promotionele uitgaven werd er een significante relatie gevonden wat erop wijst dat de pre-IPO aandeelhoudersstructuur een belangrijke determinant is voor de kosten van een beursintroductie.

Met de conclusies verbonden aan de drie deelvragen kan meer algemeen dus ook gesteld worden dat de pre-IPO aandeelhouders een belangrijke invloed heeft op het proces van de beursintroductie. Er kan geconcludeerd worden dat de grootte van de deelneming van de insiders (management) in belangrijke mate hun motivatie bepaalt om zowel de impliciete kosten van de beursintroductie, namelijk het potentiële verlies aan controle, als de expliciete kosten van de beursintroductie (promotionele uitgaven, underpricing) te drukken. De major capitalists daarentegen zijn niet zo erg bezig met deze kosten aangezien zij de beursintroductie voornamelijk beschouwen als een exit mechanisme. Deze tegenstrijdige objectieven van beide groepen van aandeelhouders blijken dus inderdaad een zeer belangrijke invloed te hebben op het IPO proces.

14. Kritische reflectie

Er mag niet vergeten worden dat een onderzoek ook steeds met belangrijke en minder belangrijke beperkingen te kampen kan hebben. Deze opmerking is ook van toepassing op dit onderzoek.

Een eerste beperking is de relatief beperkte sample van ondernemingen. Aangezien enkel de prospectussen tot en met 2005 te verkrijgen vielen was het nagenoeg onmogelijk om verder terug te gaan in de tijd als 2005. Hierdoor was het aantal ondernemingen dat in de database opgenomen kon worden eerder beperkt.

Daarnaast dienden ook ondernemingen opgenomen te worden uit de andere markten in België, namelijk van Alternext Brussels en van de Vrije Markt van Brussel. Deze ondernemingen zijn over het algemeen een stuk kleiner als de ondernemingen die een notering aanvroegen (én toegewezen kregen) voor de Eerste Markt van Brussel. Hierdoor bestaat de mogelijkheid op vertekening van de resultaten naar de kleinere ondernemingen.

Een laatste beperking betreft de ondernemingen die genoteerd zijn op de Vrije Markt van Brussel. Hierbij was het in enkele gevallen onmogelijk om de allocatie van de aandelen ná de beursgang te bekomen waardoor deze ondernemingen niet in beschouwing konden worden genomen bij het uitwerken van de tweede deelvraag.

15. Verder onderzoek

Ondanks de veelheid aan onderzoeken omtrent beursintroducties, werd in de literatuur zeer weinig aandacht geschonken aan de aandeelhoudersstructuur vóór de beursgang en de invloed hiervan op het IPO proces. De reden hiervoor is dat traditioneel verondersteld werd / wordt dat ondernemingen voor hun beursgang vaak in handen zijn van één enkele ondernemer. Dit is echter niet het geval, zoals het onderzoek van Alavi et al. (2008) en deze masterproef aantonen. Daardoor kunnen er belangrijke agency problemen zijn tussen de insiders (management) en de andere kapitaalverstrekkers (major capitalists) in de onderneming.

In de toekomst dient er zeker verder onderzoek te gebeuren naar deze invloed van de aandeelhoudersstructuur voor de beursgang op het IPO proces, eventueel voor andere landen. Alavi et al. (2008) werkten dit uit voor Australische beursintroductie en in deze masterproef werd dit onderzocht voor Belgische ondernemingen. Zeker voor Amerikaanse beursintroductie kan een dergelijk onderzoek nog nuttige inzichten bieden aangezien de Verenigde Staten van Amerika één van de landen is waar de meeste beursintroducties plaatsvinden.

Lijst van geraadpleegde werken

Alavi, A., Kien Pham, P., & My Pham, T. (2008). Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process. *Journal of Banking & Finance* (32), 2361-2375.

Ang, J., Cole, R., & Wuh-Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance* (55), 81-107.

Bancel, F., & Mittoo, U. (2009). Why Do European Firms Go Public? *European Financial Management* , 15 (4), 844-884.

Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics* , 24 (2), 343-361.

Booth, J., & Chua, L. (1996). Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics* (41), 291-310.

Booth, J., & Smith II, R. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics* , 15 (1-2), 261-281.

Brau, J., & Fawcett, S. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance* (61), 399-436.

Brennan, M., & Franks, J. (1997). Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics* (45), 391-413.

Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *Journal of Finance* , XLV (4), 1045-1067.

Cassimon, D., & Engelen, P.-J. (1999). Optioneel bekeken: de waardering, financiering en risicobeheersing van hoogtechnologische startende ondernemingen. In M. Van Wouwe, & J. Annaert, *Wiskundig bekeken: liber amicorum Roger De Groot* (pp. 193-221). Gent: Mys & Breesch.

Derrien, F., & Womack, K. L. (2000). Auctions vs. bookbuilding and the control of underpricing in hot IPO markets. *Working Paper* .

Dolvin, S. D., & Jordan, B. D. (2008). Underpricing, Overhang, and the Cost of Going Public to Preexisting Shareholders. *Journal of Business Finance & Accounting* (35), 434-458.

Ellingsen, T., & Rydqvist, K. (1994). *The stock market as a valuator and the decision to go public*. niet-gepubliceerd manuscript, Carnegie-Mellon University.

(1999b). In P.-J. Engelen, *Informatieverstrekking door beursgenoteerde vennootschappen* (p. 331). Intersentia Rechtswetenschappen.

Engelen, P.-J. (1999a). De recente beursintroducties van Belgische vennootschappen op de Eerste Markt van de Brusselse Beurs: een eerste stand van zaken. *Bank- en Financiewezen* (10), 525-534.

Engelen, P.-J. (2000). De 'underpricing'-puzzel bij beursintroducties: recente ervaringen bij Belgische IPO's. *Maandschrift Economie* (5), 384-408.

Engelen, P.-J., & van Essen, M. (2007). *Underpricing of IPOs and Investor Protection Around the World – Country-Level Evidence*. Utrecht: Utrecht School of Economics.

Habib, M., & Ljungqvist, A. (2001). Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence. *The Review of Financial Studies* (14), 433-458.

Hughes, P. J. (1986). Signaling by direct disclosure under asymmetric information. *Journal of Accounting and Economics* (8), 119-142.

Huyghebaert, N., & Van Hulle, C. (2006). Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance* , 12 (2), 296-320.

Ibbotson, R. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics* , 235-272.

Ibbotson, R., & Jaffe, J. (1975). "Hot Issue" Markets. *Journal of Finance* , XXX (4), 1027-1042.

Janssen, J. (2011, februari 4). *Nieuwe economie en de impact op de financiële markten*. Opgeroepen op oktober 17, 2012, van KUBrussel: <http://www.kubrussel.ac.be/wsetew/nieuwecontext.html>

Janssens, E. (2005). Het verloop van de beursintroductie en de admissieprospectus. *Tijdschrift Financieel Recht* (3), 1165-1198.

Jenkinson, T., & Ljungqvist, A. (2001). In *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. New York: Oxford University Press.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* (2), 305-360.

Kahle, K. M., & Walkling, R. A. (1996). The Impact of Industry Classifications on Financial Research. *Journal of Financial & Quantitative Analysis* , 31 (3), 309-335.

Kahn, C., & Winton, A. (1998). Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention. *Journal of Finance* , 53 (1), 99-129.

(2009). De Beursintroductie. In E. Laveren, P.-J. Engelen, A. Limère, & S. Vandemaele, *Handboek Financieel Beheer* (pp. 581-602). Antwerpen: Intersentia.

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance* , XXXII (2), 371-387.

Leleux, B., & Paliard, R. (1995). The posted-price paradox: evidence on the flotation mechanism selection process in France. *Working Paper* .

Ljungqvist, A. (2005). Chapter 12: IPO Underpricing. In *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. North-Holland: Elsevier.

Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. (2003). IPO pricing in the dot-com bubble. *Journal of Finance* (58), 723-752.

Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *Review of Financial Studies* (15), 413-443.

Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydquist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal* (2), 165-199.

Mikkelson, W., Partch, M., & Shah, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics* (44), 281-307.

Miller, E. (1977). Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion. *Journal of Finance* , 32 (4), 1151-1168.

Mohan, N., & Chen, C. (2001). Information content of lock-up provisions in initial public offerings. *International Review of Economics & Finance* (10), 41-59.

NYSE Euronext. (2013). *Euronext Rule Book - Book I: Geharmoniseerde Regels*. NYSE Euronext.

NYSE Euronext. (2013). *Free Markets*. Opgeroepen op maart 21, 2013, van NYSE Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/en/listings/free-markets>

NYSE Euronext. (2013). *NYSE Alternext*. Opgeroepen op maart 21, 2013, van NYSE Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/en/listings/nyse-alternext>

NYSE Euronext. (2013). *NYSE Euronext and NYSE Alternext European Fee Book 2013*. NYSE Euronext.

NYSE Euronext. (2013). *NYSE Euronext Equities*. Opgeroepen op maart 21, 2013, van NYSE Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/en/listings/equities>

NYSE Euronext. (2013). *NYSE Euronext Free Market Brussels Fee Book 2013*. NYSE Euronext.

NYSE Euronext. (2013). *Reporting Obligations (Transparency)*. Opgeroepen op maart 21, 2013, van NYSE Euronext: <https://europeanequities.nyx.com/en/listings/reporting-obligations>

Pagano, M. (1993). The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model. *European Economic Review* , 37, 1101-1125.

Pagano, M., & Roëll, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics* , 113 (1), 187-225.

Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance* (53), 27-64.

Pukthuanthong-Le, K., & Walker, T. (2008). *Pre-IPO Insider Ownership and Underpricing: High-tech versus Low-tech IPOs*.

Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance* , 1 (8), 1421-1460.

- Ritter, J. R. (2003). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management* , 9 (4), 421-434.
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* , 15 (1-2), 187-212.
- Rydqvist, K., & Hogholm, K. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management* , 1 (3), 287-315.
- Stoughton, N., & Zechner, J. (1998). IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure. *Journal of Financial Economics* (49), 45-77.
- Van Hulle, C., Casselman, M., & Imam, M. (1993). Initial Public Offerings in Belgium - Theory and Evidence. *Tijdschrift voor Economie en Management* , 385-423.
- Vandemaele, S. (2003). Choice of Selling Mechanism at the IPO: the Case of the French Second Market. *European Financial Management* , 9 (4), 435-455.
- Welch, I. (1989). Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* , 44 (2), 421-449.
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies* (62), 425-448.

Lijst van tabellen

Tabel 1: <i>Overzicht van de doelstellingen bij een beursintroductie vermeldt in de prospectussen voor IPO's van 1995-1999 (Bron: Engelen, 1999)</i>	19
Tabel 2: <i>Admission fee bij eerste notering (NYSE Euronext, 2013)</i>	46
Tabel 3: <i>Admission fee bij bijkomende emissies (NYSE Euronext, 2013)</i>	46
Tabel 4: <i>Annual fees (NYSE Euronext, 2013)</i>	47
Tabel 5: <i>Belangrijkste toelatingsvoorwaarden (NYSE Euronext, 2013)</i>	51
Tabel 6: <i>Admission fee bij bijkomende emissies (NYSE Euronext, 2013)</i>	51
Tabel 7: <i>IPO- en ondernemingseigenschappen</i>	69
Tabel 8: <i>Afhankelijke variabelen</i>	70
Tabel 9: <i>Pre-IPO aandeelhoudersstructuur en verdeling van de sample</i>	71
Tabel 10: <i>Regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie van de aandelen aangeboden aan het publiek</i>	81
Tabel 11: <i>Regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de proportie secundaire aandelen aangeboden aan het publiek</i>	82
Tabel 12: <i>Tobit-regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de allocatie van de post-IPO aandelen</i>	84
Tabel 13: <i>Regressie analyse van de impact van de pre-IPO aandeelhoudersstructuur op de kosten van de beursintroductie</i>	86

Lijst van figuren

Figuur 1: <i>Aantal IPO's van Belgische ondernemingen op de Eerste Markt van Brussel (1967-2009) (Bron: Laveren et al., 2009 met eigen aanvullingen)</i>	16
Figuur 2: <i>Aard van het aanbod van de IPO's op de Eerste Markt van de Beurs van Brussel (1997-2009) (Bron: Laveren et al., 2009 met eigen aanvullingen)</i>	18
Figuur 3: <i>Percentage aandelen dat door de IPO's op de Eerste Markt publiek werd aangeboden in de periode 1997 – 2009 (Bron: Laveren et al, 2009 met eigen aanvullingen)</i>	25
Figuur 4: <i>Gebruik van een greenshoe bij IPO's op de Eerste Markt (1997 – 2009) (Bron: Laveren et al. 2009, met eigen aanvullingen)</i>	28
Figuur 5: <i>Gebruik van een lock-upperiode bij IPO's op de Eerste Markt van de Brusselse Beurs voor de periode tussen 1997 en 2009 (Bron: Laveren et al, 2009 met eigen aanvullingen)</i>	29
Figuur 6: <i>Timing bij de 'fixed price' methode (Bron: Derrien & Womack, 2000)</i>	33
Figuur 7: <i>Timing bij de 'auction' methode (Bron: Derrien & Womack, 2000)</i>	34
Figuur 8: <i>Timing bij de 'bookbuilding' methode (Bron: Derrien & Womack, 2000)</i>	35
Figuur 9: <i>Verdeling Pre-IPO Marktwaaarde</i>	66
Figuur 10: <i>Verdeling LogPreSize</i>	66
Figuur 11: <i>Verdeling leeftijd onderneming</i>	67
Figuur 12: <i>Verdeling LogLeeftijd</i>	67

Bijlagen

Bijlage 1: Aanvraagformulier Eerste Markt van Brussel

Bijlage 2: Aanvraagformulier Alternext Brussels

Bijlage 3: Onderneming in de dataset

Bijlage 1: Aanvraagformulier Eerste Markt van Brussel



Application Form

**INITIAL ADMISSION TO LISTING / TRADING OF EQUITY SECURITIES
ON NYSE EURONEXT REGULATED MARKETS**

PURPOSE OF THE APPLICATION FORM

NYSE Euronext Amsterdam, NYSE Euronext Brussels, NYSE Euronext Lisbon, NYSE Euronext Paris and NYSE Euronext London are regulated markets within the meaning of article 4 (1) (14) of the European Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (MiFID). Each of these NYSE Euronext regulated markets is, if not identified by name, referred to as the “Relevant Euronext Regulated Market”. The Relevant Euronext Regulated Markets are respectively organised by Euronext Amsterdam N.V., Euronext Brussels SA/NV, Euronext Lisbon—Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A., Euronext Paris SA, and Liffe Administration and Management. Each of these market undertakings is, if not identified by name, hereunder referred to as the “Relevant Euronext Market Undertaking”.

This form together with the Appendices (the “Application Form”) is intended for Issuers wishing to apply for the initial admission to listing of Shares, Depositary Receipts or other transferable securities equivalent to equity securities (together the “Equity Securities”) onto the Relevant Euronext Regulated Market. The Competent Authority for admission to listing onto NYSE Euronext London is the UKLA. Accordingly, the scope of this Application Form with respect to the United Kingdom is limited to the admission to trading on NYSE Euronext London.

This Application Form reiterates undertakings and information which must be provided to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) and the documentation which must be submitted according to NYSE Euronext rules governing the admission to listing/trading of the Equity Securities onto the Relevant Euronext Regulated Market:

1. With regard to NYSE Euronext Amsterdam, NYSE Euronext Brussels, NYSE Euronext Lisbon and NYSE Euronext Paris
 - Book I of the Euronext Rulebook - Harmonised Market Rules, and in particular Chapter 6, "Admission to listing and continuing obligations of Issuers"
 - Book II of the Euronext Rulebook - Specific Market Rules for Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon or Euronext Paris
 - Notice N° 6-01, "Procedure of admission to listing of Securities on the Euronext markets and role of the Listing Agent"
2. With regard to NYSE Euronext London
 - Book I of the Euronext Rulebook - Harmonised Market Rules, except Chapters 5, 6, 7 and 9.
 - Book II of NYSE Euronext London Rule Book, in particular Section 3 “Admission to trading and continuing obligations of Issuers”

Capitalized terms used but not otherwise defined herein shall have the meaning ascribed to such terms in the aforementioned rules.

The information and provisions contained in this Application Form shall not detract from the application of the Rules, which take precedence in the event of any conflict with this Application Form. This Application Form does not infringe the Relevant Euronext Market Undertakings’ right to make admission to listing / trading of any Equity Securities subject to specific conditions or any additional information or documentation, not specifically referred to in this Application Form, it may deem appropriate. This Application Form and the information and provisions it contains are without prejudice to the applicable National Regulations and to the competences of the relevant Competent Authority.

METHOD AND TIMING FOR SUBMISSION OF THIS APPLICATION FORM

This Application Form should be submitted to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) as soon as possible, meaning:

- with regard to admission to listing of Equity Securities on NYSE Euronext Amsterdam, NYSE Euronext Brussels, NYSE Euronext Lisbon and NYSE Euronext Paris, at the latest at the time a draft prospectus is filed with the Competent Authority;
- with regard to admission to trading of the Equity Securities onto NYSE Euronext London, at the latest when the Issuer applies to the UKLA for admission to the Official List. Issuers need to apply to the UKLA for admission to the Official List at the same time as the application to NYSE Euronext London for admission to trading is made and, as required by the Listing Rules issued by the UKLA, admission to the Official List is dependent upon the Equity Securities being admitted to trading on a regulated market and vice versa.

This Application Form, together with all required documentation, should be submitted electronically to the Relevant Euronext Market Undertaking(s): Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon, Euronext Paris or NYSE Euronext London at the email address: listingexecutioneurope@nyx.com.

In addition, the original version of this Application Form, duly completed and signed, should be sent by post to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) using the following address details:

- Euronext Amsterdam – Listing Execution Department, Beursplein 5, 1012 JW Amsterdam, The Netherlands.
- Euronext Brussels – Listing Execution Department, Palais de la Bourse, Place de la Bourse, 1000 Brussels, Belgium.
- Euronext Lisbon – Listing Execution Department, Av. da Liberdade, 196, 7º 1250-147 Lisboa, Portugal.
- Euronext Paris – Listing Execution Department, 39, rue Cambon, 75039 Paris Cedex 01, France.
- NYSE Euronext London – Listing Execution Department, Beursplein 5, 1012 JW Amsterdam, The Netherlands.

1. ISSUER DETAILS

1.1 ISSUER

Statutory name:	
Short name:	
Address of registered office:	
Place and country:	
Registration number commercial register:	
Website address:	
VAT number:	
Represented by: <i>(full name(s) and title(s))</i>	
Primary contacts: <i>(full name(s), telephone(s), email(s))</i>	

1.2 COMPANY OF UNDERLYING SHARES (ONLY IN CASE OF ADMISSION TO LISTING / TRADING OF DEPOSITARY RECEIPTS)

Statutory name:	
Short name:	
Address of registered office:	
Place and country:	
Registration number commercial register:	
Website address:	
VAT number:	
Represented by: <i>(full name(s) and title(s))</i>	
Primary contacts: <i>(full name(s), telephone(s), email(s))</i>	

2. RELEVANT EURONEXT REGULATED MARKET(S) WHERE ADMISSION TO LISTING / TRADING IS REQUESTED

Euronext Amsterdam:	<input type="checkbox"/>
Euronext Brussels:	<input type="checkbox"/>
Euronext Lisbon:	<input type="checkbox"/>
Euronext Paris:	<input type="checkbox"/>
NYSE Euronext London:	<input type="checkbox"/>

3. DETAILS OF EQUITY SECURITIES FOR WHICH ADMISSION TO LISTING / TRADING IS REQUESTED

3.1 SHARES OR EQUIVALENT EQUITY SECURITIES

We request admission to listing / trading on the aforementioned regulated market of Equity Securities:	<i>[please indicate number of Equity Securities]</i> <i>[please indicate number of new Equity Securities or approx. range (number needs to be confirmed before admission)]</i>
The Equity Securities to be issued will be associated with VVPR Strip (for Euronext Brussels only):	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
The initial trading of Equity Securities will be listed on an "If-and-When-Issued Basis":	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
The selected currency for the admission to listing / trading is:	<input type="checkbox"/> EUR <input type="checkbox"/> Other, (please specify)
Based on the information currently available, the market capitalisation at the time of the initial admission to listing/trading of the Issuer will be:	<i>[indicate approximate range of market capitalisation]</i>
Nominal value of the Equity Securities:	<i>[please indicate the nominal value with the relevant currency as indicated in the articles of association of the issuer]</i>
ISIN code:	
CFI code:	
Desired trading symbol: (serial of 2 (minimum) to 5 (maximum) letters and/or figures (no spaces and special symbols)):	
Scheduled date of admission to listing / trading: (indicative not binding for NYSE Euronext and the Issuer)	

3.2 DEPOSITARY RECEIPTS

We request admission to listing / trading on the aforementioned regulated market of Equity Securities:	<i>[indicate number of Depositary Receipts]</i>
	<i>[representing number of Shares]</i>
	<i>[with par value of Shares]</i>
The selected currency for the admission to listing / trading is:	<input type="checkbox"/> EUR <input type="checkbox"/> Other, [please specify]

ISIN code:	
CFI code:	
Scheduled date of admission to listing/trading: <i>(indicative not binding for NYSE Euronext and the Issuer)</i>	

4. KNOW YOUR CUSTOMER REQUIREMENTS

In order to enable the Relevant Euronext Market Undertakings to determine whether the entities and persons listed below are included on the EU Sanction List or the list drawn up by the Office of Foreign Assets Control (OFAC), the Issuer provides the following information¹ (the Issuer is not required to provide this information if other Securities issued by it are already admitted to listing/trading on a Relevant Euronext Regulated Market or the multi-lateral trading facility operated by the Relevant Euronext Market Undertaking under the commercial name “NYSE Alternext”):

Country of incorporation:	<input type="checkbox"/> EU, USA or Canada <input type="checkbox"/> Other, <i>[please specify place and country]</i>
Type of entity:	<input type="checkbox"/> Company whose Securities are listed / traded on EU regulated market or equivalent market in the USA or Canada. If this box is ticked, the Issuer qualifies as a “Public Company” and the capitalized term “ Public Company ” is used to refer to such Issuer accordingly. <input type="checkbox"/> Company whose Securities are listed / traded on any other trading venue, including MTFs. <input type="checkbox"/> Not listed / traded (Issuer qualifies as ‘ private company ’ if box is ticked). If the box “Company whose Securities are listed / traded on other trading venue, including MTFs” or this box is ticked, the Issuer qualifies as a “Private Company” and the capitalized term “ Private Company ” is used to refer to such Issuer accordingly.

The following sections **only** need to be completed if the Issuer is:

- (i) a Private Company incorporated in the EU, USA or Canada; or
- (ii) a Public Company incorporated outside the EU, USA or Canada.

¹ Government and semi-government entities are not required to provide know your customer information. Non EU, US and Canadian government and semi-government entities will be checked against EU Sanction List and OFAC list.

Credit institutions or investment firms, incorporated in the EU, USA or Canada or companies that benefit from a guarantee by a credit institution or an investment firm, incorporated in the EU, USA or Canada do not need to complete the following sections.

List of executive officers (CEO and persons who are authorised to represent the company): <i>(full name and position)</i>	
--	--

The following **table only** needs to be completed if the Issuer is a Private Company incorporated outside the EU, USA or Canada.

List of executive officers (CEO and persons who are authorised to represent the company): <i>(full name and position)</i>	
Names of board members (non-executives / supervisory board members): <i>(full name)</i>	
Names of beneficial owners ² :	

5. UNDERTAKINGS OF THE ISSUER³

1. We confirm that we have taken all required steps to comply with National Regulations, and in particular any obligations relating to prospectuses, and undertake to adhere to all initial, periodic and continuing obligations ensuing from such regulations. We confirm that we have complied and will comply with any applicable obligation, including those that may arising from the national implementation of the European Directives 2004/109/EC and 2003/6/EC regarding Transparency and Market Abuse.
2. If the present application for admission of Equity Securities to listing / trading is not subject to the requirement to publish a prospectus pursuant to article 1 of the European Directive 2003/71/EC as amended from time to time (the "Directive"), we confirm under paragraph VII, section 1.1.A of this Application Form the legal justification for this non-publication and we confirm that we hereby assume liability for any loss that may accrue to any party as a result of any misinterpretation on our part as to the applicability or otherwise of the Directive or any other regulation relating to the production and content of prospectuses.
3. We confirm that:

² 'Beneficial owner' means the natural person(s) who ultimately owns or controls the customer and/or the natural person on whose behalf a transaction or activity is being conducted. The beneficial owner shall at least include:

- (i) the natural person(s) who ultimately owns or controls a legal entity through direct or indirect ownership or control over a sufficient percentage of the shares or voting rights in that legal entity, including through bearer share holdings, other than a company listed on a regulated market that is subject to disclosure requirements consistent with Community legislation or subject to equivalent international standards; a percentage of 25 % plus one share shall be deemed sufficient to meet this criterion; or
- (ii) the natural person(s) who otherwise exercises control over the management of a legal entity.

³ In respect of Depositary Receipts the undertakings set out in this paragraph V are deemed to be made by the Issuer of the underlying Shares.

- we and our beneficial owners are compliant with and will continue to be compliant with the EU Directive 2005/60/EC of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing (3rd Money Laundering Directive) as well as any related regulation or national legislation; and
 - we nor our beneficial owners are on the EU Sanction List or the sanction list drawn up by the Office of Foreign Assets Control (OFAC).
4. We confirm that we have fully familiarised ourselves with the Rules governing the Relevant Euronext Regulated Market, which are available on NYSE Euronext's website (<http://europeanequities.nyx.com/>), and we undertake to adhere at all times to the aforementioned Rules and any amendments thereto. More particularly, we undertake to comply:
 - Regarding application to listing on NYSE Euronext Amsterdam, NYSE Euronext Brussels, NYSE Euronext Lisbon and NYSE Euronext Paris, with any measures which may be applied by virtue of Rule 6.9 "Listing measures" and with the obligations stipulated in Rule 6.10 "Continuing obligations" of Book I of the Rules.
 - Regarding application to trading on NYSE Euronext London, with any measures which may be applied with regard to application by virtue of Rule 3.9 "Measures for fair and orderly market" of the NYSE Euronext London Rule Book II and with the obligations stipulated in Rule 3.10 "Continuing obligations" of the NYSE Euronext London Rule Book II.
 5. We undertake that all required steps shall be undertaken by ourselves prior to the admission to trading / listing of our Equity Securities onto the Relevant Euronext Regulated Market and in particular that – to the extent applicable – adequate procedures are available for the clearing and settlement of the Transactions relating to those Equity Securities.
 6. We confirm that the Shares represented by the Depositary Receipts have been duly issued and will be placed in proper custody at the time of their admission to listing / trading.⁴
 7. We confirm that this application for admission to listing / trading relates to all Equity Securities of the same class.
 8. For as long as the Equity Securities covered by this application are admitted to listing / trading on the Relevant Euronext Regulated Market, we undertake to request that any other Equity Securities of the same class which may in future be created be admitted to listing / trading on the Relevant Euronext Regulated Market
 9. We undertake to inform the Relevant Euronext Market Undertaking(s) of any corporate actions / securities events at least two (2) trading days before they are completed and, in any case, in sufficient time to enable the Relevant Euronext Market Undertaking(s) to apply appropriate measures.
 10. On receipt of invoices issued by NYSE Euronext, we undertake to settle all fees, duties and commissions due in accordance with the procedures and conditions in force referred to on such invoices.
 We acknowledge and accept that the delisting/cancellation of admission to listing / trading of our Equity Securities for any reason whatsoever shall cause all amounts due to NYSE Euronext to become immediately payable.
 11. We accept that our commercial references, whether brand names or otherwise, may be quoted by the Relevant Euronext Market Undertaking(s) or any other company in the NYSE Euronext group, in order

⁴ Undertaking only applicable in case of admission to listing / trading of Depositary Receipts.

to promote the Relevant Euronext Regulated Market. These commercial references may include data pertaining to transaction volumes carried out involving our Equity Securities.

12. We confirm that those persons working for the Issuer whose personal data is included in this Application Form knowingly accept that this data is being submitted to the Relevant Euronext Market Undertaking(s). To this end, we testify that the persons concerned have been informed that:
- Data relating to them will only be used by the Relevant Euronext Market Undertaking(s), and any other company in the NYSE Euronext group, for the purposes of ensuring a continuing sound commercial relationship with the Issuer;
 - Data relating to them will be stored in a database whose technical location is in the United States of America⁵;
 - If they wish to exercise their rights under the data protection law applicable to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with respect to the processing of personal data, they may do so by contacting their usual contact within the NYSE Euronext group.
13. We have filed a similar application for admission of the Equity Securities for which the admission to listing / trading is requested, or plan to do so in the near future, with the regulated market(s), multilateral trading facility(ies), or any other type of organised market(s) as listed below.

[please specify markets]

14. We confirm that we have submitted this Application Form, together with the documentation referred to in paragraph VII, to the Relevant Euronext Market Undertaking(s), and undertake to notify the Relevant Euronext Market Undertaking(s) of any changes to the information contained in this application, including any new fact which, through its impact on the company's financial situation or business conditions, may significantly affect the price of the Equity Securities or the terms and conditions of the issuance.
15. We confirm that all information provided in connection with the application for admission to listing/trading is in all respects accurate, complete and not misleading.

6. UNDERTAKINGS OF THE ISSUER OF THE DEPOSITARY RECEIPTS⁶

1. We confirm that we have concluded an agreement with the Issuer of the underlying Shares and that the Depositary Receipts are or will be validly issued in accordance with the terms thereof as set forth in the agreement and as described in any prospectus prepared in connection with the admission to listing / trading of the Depositary Receipts.
2. We confirm that at the time of the admission to listing / trading, the Shares represented by the Depositary Receipts will have been placed in custody.
3. We confirm that those persons whose personal data is included in this Application Form knowingly accept that this data is being submitted to the Relevant Euronext Market Undertaking(s). To this end, we confirm that the persons concerned have been informed that:

⁵ NYSE Euronext and its American subsidiaries adhere to the "Safe Harbor Principles".

⁶ Undertakings only applicable in case of admission to listing / trading of Depositary Receipts.

- Data relating to them will only be used by the Relevant Euronext Market Undertaking(s), and any other company in the NYSE Euronext group, for the purposes of ensuring a continuing sound commercial relationship with the Issuer;
- Data relating to them will be stored in a database whose technical location is in the United States of America⁷;
- If they wish to exercise their rights under the data protection law applicable to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with respect to the processing of personal data, they may do so by contacting their usual contact within the NYSE Euronext group.

7. DOCUMENTATION TO BE PROVIDED TO THE RELEVANT EURONEXT MARKET UNDERTAKING(S)

The documents that need to be provided to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) are set out below and in Appendices 1 – 4.

In accordance with the Rules governing the Relevant Euronext Regulated Market, we undertake to provide the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with all the documents, which are required to be submitted in order for the Equity Securities covered by this application to be admitted to listing/trading.

The documents enclosed with this Application Form are indicated below and in the relevant Appendix. We have also indicated the documents which are not enclosed with this Application Form but which are required to be submitted in order for the Equity Securities to be admitted to listing / trading. We undertake to send these documents to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) as soon as possible and at the latest by the scheduled date of admission of our Equity Securities to listing / trading (with the exception of the document referred to in point 1.1.C, which may be submitted after that date).

For the avoidance of doubt, any obligation for the Issuer to provide documentation to the Relevant Euronext Market Undertaking is for the sole purpose to allow the Relevant Euronext Market Undertaking to perform its functions and meet its responsibilities as the operator of the Relevant Euronext Regulated Market. In reviewing this documentation, the Relevant Euronext Market Undertaking solely performs checks on the technical information that allow the Relevant Euronext Market Undertaking to operate the market, without prejudice to Rule 6107 of Book I of the Rules or Rule 3.1.5 of the NYSE Euronext London Rule Book II. The Issuer shall not be exempted from providing the same documentation to the Competent Authority.

All documentation that is required to be provided shall be in English or in a language accepted by the Relevant Euronext Market Undertaking and if necessary translated by a certified translator.

7.1 DOCUMENTATION TO BE PROVIDED IN VIEW OF AN ADMISSION TO LISTING / TRADING OF EQUITY SECURITIES ON NYSE EURONEXT AMSTERDAM, NYSE EURONEXT BRUSSELS, NYSE EURONEXT LISBON, NYSE EURONEXT PARIS AND/OR NYSE EURONEXT LONDON

GENERAL DOCUMENTATION		Enclosed	To be provided
7.1.A	The prospectus (approved by the relevant Competent Authority) (including – to the extent applicable – proof of passporting), or other	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

⁷ NYSE Euronext and its American subsidiaries adhere to the "Safe Harbor Principles".

	<p>substitute document (e.g. information document), , duly signed by the Issuer.</p> <p>If the prospectus, or other substitute document, is in the process of being written, the Issuer shall provide the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with a copy of each draft version of the prospectus or other substitute document (compliant with the applicable instructions of the relevant Competent Authority if applicable) as soon as possible and at the latest when sent to the Competent Authority for approval.</p> <p>If no prospectus will be published, the Issuer shall provide the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with the legal justification of such non-publication and, if applicable, with the document published pursuant to the concerned provision of the European Directive 2003/71/EC (as amended).</p>		
7.1.B	Certified copy of the Issuer's consolidated articles of association (the By-laws).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.C	A copy of minutes from the relevant company body or bodies containing resolutions approving or authorising the admission to listing/trading and the issue of the Equity Securities covered by this application (as the case may be).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.D	An extract from the official trade register / chamber of commerce in respect of the Issuer (“Uittreksel” / “Extrait Kbis” / “Conservatória do Registo Comercial”).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.E	Technical Term Sheet ⁸	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.F	A letter from the Listing Agent confirming that it shall fulfil this role for the admission of the Equity Securities, or a copy of the contract entered into by the Issuer and Listing Agent for this purpose.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.G	If admission to listing / trading is accompanied by the creation of new Equity Securities, a copy of the notarial deed or similar official deed certifying the creation of the new Equity Securities (if applicable).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.H	If the Equity Securities covered by this application are already listed on one or more regulated markets, multilateral trading facility(ies) or any other type of financial market (other than a market organised within the NYSE Euronext group), a certificate from the organiser(s) of the relevant market(s) certifying such listing.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.I	If the Issuer wishes Equity Securities to be admitted to listing / trading on an "if and when issued/delivered" basis, and if the information and undertakings stipulated in Rule 6.8 of Book I of the Rules are not set out in the prospectus, a letter from the Issuer in which the aforementioned commitments are given and the aforementioned information is provided.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.J	Unless they are included in the prospectus, copies of the published or filed audited financial statements or pro forma financial statements as	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

⁸ Only applicable to Euronext Amsterdam. To be implemented for Euronext Brussels, Euronext Lisbon, Euronext Paris and NYSE Euronext London.

	required by Rule 6702/1 (ii) of Book I of the Rules.		
7.1.K	Certified copy of the consolidated articles of association (the By-laws) of the underlying company (for Depositary Receipts only).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

ANCILLARY DOCUMENTS	
	In view of the smooth processing of our application for listing / trading, we additionally enclose the following documents with our application: <i>[please specify]</i>

By signing this Application Form, we certify that all the information provided in connection with the application for admission to listing/ trading of the Equity Securities is in all respects accurate, complete and not misleading.

This Application Form and the rights and obligations of the parties hereto shall be governed by and construed:

- a. in respect of Euronext Amsterdam, in accordance with the laws of the Netherlands and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the Dutch courts;
- b. in respect of Euronext Brussels, in accordance with the laws of Belgium and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the Belgian courts;
- c. in respect of Euronext Lisbon, in accordance with the laws of Portugal and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the Portuguese courts;
- d. in respect of Euronext Paris, in accordance with the laws of France and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the French courts;
- e. in respect of LIFFE A&M, in accordance with the laws of England and Wales and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the English court.

[Name of Issuer]⁹

Name:	Name:
Title:	Title:
Date:	Date:
Place:	Place:

⁹ In case of Depositary Receipts the Application Form must be duly signed on behalf of the Issuer and the underlying company

APPENDIX 1 – ADDITIONAL DOCUMENTATION FOR NYSE EURONEXT BRUSSELS

1	Additional documents to be provided for an application for admission to listing of Equity Securities on Euronext Brussels	Enclosed	To be provided
1.A	A letter confirming the Issuer’s undertaking to implement, if applicable, all measures required in view of compliance with Belgian legislation relating to the withdrawal of bearer shares (dematerialization).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

APPENDIX 2 – ADDITIONAL DOCUMENTATION FOR NYSE EURONEXT LISBON

2	Additional documents to be provided for an application for admission to listing of Equity Securities on Euronext Lisbon	Enclosed	To be provided
2.A	The identification of the Market Relations Representative (n° 4 article 233 of the Portuguese Securities Code and article 24 CMVM Regulation 3/2006).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.B	If the issue of Equity Securities is integrated in a securities system managed by an entity situated or operating abroad, copy of the agreement in respect of a “Financial Intermediary Liaison” signed in accordance with article 25 of CMVM Regulation 3/2006).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.C	Certified document issued by the competent social insurance organism (“Centro Regional de Segurança Social”) indicating the status of payments due by the Issuer to the Social Insurance (“Segurança Social”) (article 227, n° 3 paragraph a) of the Portuguese Securities Code and article 15, paragraph c) e d) of the Decree-Law n° 411/91 of 17 October).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.D	Certified document issued by the competent taxation authority (“Repartição de Finanças da sede do Emitente”) indicating the status of payments due by the Issuer to the Taxation Authorities. (“Fazenda Nacional”) (article 227, n° 3 paragraph a) of the Portuguese Securities Code and article 1, paragraph c) e d) of the Decree-Law n° 236/95 of 13 September).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.E	The identification of the paying agent that guarantees the payment of the equity rights inherent in the Equity Securities to be admitted and other amounts due (article 227, n° 4 of the Portuguese Securities Code and article 24 CMVM Regulation 3/2006).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.F	A legal opinion confirming that the requirements of article 227 n° 1, 2 and 3 paragraph a) and article 231, nr 1 of the Portuguese Securities Code are met (only for foreign Issuers and if the Competent Authority so requires)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

APPENDIX 3 – ADDITIONAL DOCUMENTATION FOR NYSE EURONEXT PARIS

3 Additional documents to be provided for an application for admission to listing of Equity Securities on Euronext Paris		Enclosed	To be provided
3.A	Certification (in French) by the consular authorities in France or by a legal opinion issued by a duly recognized law firm that the documents submitted by the Issuer are in conformance with the laws and practices of its country of origin (for foreign Issuers only) .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.B	In cases where the issue relates to a merger or asset contribution, copies of the related agreement(s), minutes of the shareholder meetings that ratified the merger or contribution, minutes of related board meetings, the statutory auditor's report / appraisers' report on assets or particular benefits (if applicable) and the related legal notices (for the admission to listing/trading of Equity Securities only) .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

APPENDIX 4 – ADDITIONAL DOCUMENTATION FOR NYSE EURONEXT LONDON

4 Additional documents to be provided for an application for admission to trading of Equity Securities on NYSE Euronext London		Enclosed	To be provided
4.A	A copy of the Regulated Information Service announcement relating to the admission.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4.B	Evidence that the administration of corporate events and the payments of dividends are ensured.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4.C	Evidence that the adequate procedures are available for the clearing and settlement of the transactions on the Equity Securities issued.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4.D	If the Issuer wishes Equity Securities to be admitted to trading on an "if and when issued/delivered" basis, and if the information and undertakings stipulated in Rule 3.8 of the NYSE Euronext London Book II are not set out in the prospectus, a letter from the Issuer in which the aforementioned commitments are given and the aforementioned information is provided (for the admission to trading of Equity Securities / Depositary Receipts only) .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4.E	Confirmation that the Depositary Receipts have been issued (for the admission to trading of Depositary Receipts only) .	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

CONTACTS

David de Swaan

Head of Listing Execution

Email: ddeswaan@nyx.com

Tel : +31 20 550 4462

Jean-Michel Pailhon

Email: jmpailhon@nyx.com

Tel: +33 1 49 27 1799

Farah Achouri

Email: fachouri@nyx.com

[mailto:](mailto:fachouri@nyx.com)Tel: +33 1 49 27 1802

Bijlage 2: Aanvraagformulier Alternext Brussels



Application Form

**FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES ON NYSE
ALTERNEXT**

PURPOSE OF THE APPLICATION FORM

Each Euronext Amsterdam N.V., Euronext Brussels S.A./N.V., Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados, S.A. and Euronext Paris S.A. operate a multilateral trading facility under the commercial name “NYSE Alternext”. Capitalized terms used but not otherwise defined herein shall have the meaning ascribed to such terms in the Alternext Markets Rule Book.

This form (the “Application Form”) is intended for Issuers wishing to apply for a first admission to trading of Shares, Depositary Receipts or other transferable securities equivalent to equity securities (together the “Equity Securities”) onto an Alternext Market.

This Application Form reiterates undertakings and information which must be provided to the Relevant Euronext Market Undertaking, and the documentation which must be submitted in connection with the first admission to trading of Equity Securities onto the relevant Alternext Market as set out in the Rules.

The information and provisions contained in this Application Form shall not, under any circumstances, detract from the application of the Rules, which take precedence in the event of any conflict with this Application Form. Furthermore, this Application Form does not infringe the Relevant Euronext Market Undertaking’s right to make a first admission to trading of any Equity Securities subject to specific conditions or any additional information or documentation, not specifically referred to in this Application form, it may deem appropriate. This Application Form and the information and provisions it contains are without prejudice to the applicable National Regulations and to the competences of the relevant Competent Authority.

METHOD AND TIMING FOR SUBMISSION OF THIS APPLICATION FORM

This Application Form, together with all required documentation, should be submitted electronically to the Relevant Euronext Market Undertaking(s): Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon or Euronext Paris at the email address: listingexecutioneurope@nyx.com.

In addition, the original version of this Application Form, duly completed and signed, should be sent by post to the Execution Department of the Relevant Euronext Market Undertaking(s) using the following address details:

- Euronext Amsterdam – Listing Execution Department, Beursplein 5, 1012 JW Amsterdam, The Netherlands.
- Euronext Brussels – Listing Execution Department, Palais de la Bourse, Place de la Bourse, 1000 Brussels, Belgium.
- Euronext Lisbon – Listing Execution Department, Av. da Liberdade, 196, 7º 1250-147 Lisboa, Portugal.
- Euronext Paris – Listing Execution Department, 39, rue Cambon, 75039 Paris Cedex 01, France.

This Application Form should be submitted to the Relevant Euronext Market Undertaking as soon as possible (and in any event upon filing of a draft prospectus with the Competent Authority). The Relevant Euronext Market Undertaking shall make a decision in respect of a first admission to trading within one (1) month after the date the Relevant Euronext Market Undertaking has received a complete copy of the Application Form and all required documentation.

1. ISSUER DETAILS

1.1 ISSUER

Statutory name:	
Short name:	
Address of registered office:	
Place and country:	
Registration number commercial register:	
Website address:	
VAT number:	
Represented by: (full name(s) and title(s))	
Primary contacts: (full name(s), telephone(s), email(s))	

1.2 COMPANY OF UNDERLYING SHARES (ONLY IN CASE OF ADMISSION TO LISTING / TRADING OF DEPOSITARY RECEIPTS)

Statutory name:	
Short name:	
Address of registered office:	
Place and country:	
Registration number commercial register:	
Website address:	
VAT number:	
Represented by: (full name(s) and title(s))	
Primary contacts: (full name(s), telephone(s), email(s))	

2. ALTERNEXT MARKETS WHERE FIRST ADMISSION TO TRADING IS SOUGHT

Alternext Market of Euronext Amsterdam:	<input type="checkbox"/>
Alternext Market of Euronext Brussels:	<input type="checkbox"/>
Alternext Market of Euronext Lisbon:	<input type="checkbox"/>
Alternext Market of Euronext Paris:	<input type="checkbox"/>

3. DETAILS OF EQUITY SECURITIES FOR WHICH ADMISSION TO LISTING / TRADING IS REQUESTED

3.1 SHARES OR EQUIVALENT SECURITIES

We request admission to listing / trading on the aforementioned Alternext Market of Equity Securities:	<i>[indicate number of Equity Securities]</i> <i>[indicate number of new Equity Securities or approximate range (number needs to be updated and/or confirmed before admission)]</i>
The Equity Securities to be issued will be associated with VVPR Strip (for Euronext Brussels only):	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
Equity Securities will be listed on “If-and-When-Issued Basis”:	<input type="checkbox"/> Yes <input type="checkbox"/> No
The selected currency for the first admission to trading is:	
Based on the information currently available, the market capitalisation of the Issuer will be:	<i>[indicate approximate range of market capitalisation]</i>
Nominal value of the Equity Securities:	<i>[indicate the nominal value with the relevant currency as indicated in the articles of association of the issuer]</i>
ISIN code:	
CFI code:	
Desired trading symbol: (serial of 2 (minimum) to 5 (maximum) letters and/or figures (no spaces and special symbols)):	
Scheduled date of first admission to trading: (indicative not binding for NYSE Euronext and the Issuer)	
The Issuer declares that the method of first admission to trading will be:	<input type="checkbox"/> Public offer (Rules 3.3(i) and 3.4.1) <input type="checkbox"/> Private placement (Rule 3.3(ii) and 3.4.2) <input type="checkbox"/> Direct admission to trading (Rule 3.3(iii) and 3.4.3)

3.2 DEPOSITARY RECEIPTS

We request admission to listing / trading on the aforementioned regulated market of Equity Securities:	<i>[indicate number of Depositary Receipts]</i>
	<i>[representing number of Shares]</i>

	<i>[with par value of Shares]</i>
The selected currency for the admission to listing / trading is:	<input type="checkbox"/> EUR <input type="checkbox"/> Other, <i>[please specify]</i>
ISIN code:	
CFI code:	
Scheduled date of admission to listing/trading: <i>(indicative not binding for NYSE Euronext and the Issuer)</i>	

4. KNOW YOUR CUSTOMER REQUIREMENTS

In order to enable the Relevant Euronext Market Undertakings to determine whether the entities and persons listed below are included on the EU Sanction List or the list drawn up by the Office of Foreign Assets Control (OFAC) the Issuer provides the following information¹ (the Issuer is not required to provide this information if other Securities issued by it are already admitted to trading on an Alternext Market or any regulated market operated by a Relevant Euronext Market Undertaking):

Country of incorporation:	<input type="checkbox"/> EU, USA or Canada <input type="checkbox"/> Other, <i>[please specify place and country]</i>
Type of entity:	<input type="checkbox"/> Company whose Securities are listed / traded on EU regulated market or equivalent market in the USA or Canada. If this box is ticked, the Issuer qualifies as a “Public Company” and the capitalized term “ Public Company ” is used to refer to such Issuer accordingly. <input type="checkbox"/> Company whose Securities are listed / traded on any other trading venue, including MTFs. <input type="checkbox"/> Not listed / traded (Issuer qualifies as ‘ private company ’ if box is ticked). If the box “Company whose Securities are listed / traded on other trading venue, including MTFs” or this box is ticked, the Issuer qualifies as a “Private Company” and the capitalized term “ Private Company ” is used to refer to such Issuer accordingly.

The following sections **only** need to be completed if the Issuer is:

- (i) a Private Company incorporated in the EU, USA or Canada; or
- (ii) a Public Company incorporated (ii)outside the EU, USA or Canada

¹ Government and semi-government entities are not required to provide know your customer information. Non EU, US and Canadian government and semi-government entities will be checked against EU Sanction List and OFAC list.

Credit institutions or investment firms, incorporated in the EU, USA or Canada or companies that benefit from a guarantee by a credit institution or an investment firm, incorporated in the EU, USA or Canada do not need to complete the following sections.

<p>List of executive officers (CEO and persons who are authorised to represent the company): <i>(full name and position)</i></p>	
--	--

The following table **only** needs to be completed if the Issuer is a Private Company incorporated outside the EU, USA or Canada.

<p>List of executive officers (CEO and persons who are authorised to represent the company): <i>(full name and position)</i></p>	
<p>Names of board members (non-executives / supervisory board members): <i>(full name)</i></p>	
<p>Names of beneficial owners²:</p>	

5. ISSUER'S UNDERTAKINGS³

1. We confirm that we have taken all required steps to comply with National Regulations, and in particular any obligations relating to prospectuses (if applicable), and undertake to adhere to all initial, periodic and continuing obligations ensuing from such regulations.
2. If the present application for first admission to trading of Equity Securities is not subject to the requirement to publish a prospectus pursuant to article 1 of the European Directive 2003/71/EC (the "Directive"), we confirm under section 6, 6.2.A of the Application Form the legal justification for this non-publication pursuant to the Directive and we confirm that we hereby assume liability for any loss that may accrue to any party as a result of any misinterpretation on our part as to the applicability or otherwise of the Directive or any other regulation relating to the production and content of prospectuses.
3. We confirm that:
 - we and our beneficial owners are compliant with and will continue to be compliant with the EU Directive 2005/60/EC of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of

² 'Beneficial owner' means the natural person(s) who ultimately owns or controls the customer and/or the natural person on whose behalf a transaction or activity is being conducted. The beneficial owner shall at least include:

- (i) the natural person(s) who ultimately owns or controls a legal entity through direct or indirect ownership or control over a sufficient percentage of the shares or voting rights in that legal entity, including through bearer share holdings, other than a company listed on a regulated market that is subject to disclosure requirements consistent with Community legislation or subject to equivalent international standards; a percentage of 25 % plus one share shall be deemed sufficient to meet this criterion; or
- (ii) the natural person(s) who otherwise exercises control over the management of a legal entity.

³ In respect of Depositary Receipts the undertakings set out in this paragraph 5 are deemed to be made by the Issuer of the underlying Shares.

- the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing (3rd Money Laundering Directive) as well as any related regulation or national legislation; and
- we nor our beneficial owners are on the EU Sanction List or the sanction list drawn up by the Office of Foreign Assets Control (OFAC).
4. We confirm that we have fully familiarised ourselves with the Rules governing the relevant Alternext Market and we undertake to adhere to the Rules and any amendments thereto.
 5. We undertake that all required steps shall be undertaken by ourselves prior to the first admission to trading of our Equity Securities onto the Relevant Euronext Market Undertaking and that – to the extent applicable – adequate procedures are available for the clearing and settlement of the Transactions in respect of those Equity Securities.
 6. We confirm that the Shares represented by the Depositary Receipts have been duly issued and will be placed in proper custody at the time of their admission trading.⁴
 7. We confirm that this application for first admission to trading relates to all the Equity Securities of the same class.
 8. For as long as the Equity Securities covered by this application are admitted to trading on the relevant Alternext Market, we shall request that any other Equity Securities which may in the future be created in the same class be admitted to trading.
 9. We undertake to inform the Relevant Euronext Market Undertaking(s) of any corporate actions in respect of the Equity Securities events at least two Trading Days before such actions are completed and, in any case, in sufficient time to enable the Relevant Euronext Market Undertaking(s) to apply appropriate measures.
 10. On receipt of invoices issued by NYSE Euronext, we undertake to settle all fees, duties and commissions due in accordance with the procedures and conditions referred to on such invoices.

We acknowledge and accept that the delisting/cancellation of first admission to trading of our Equity Securities for any reason whatsoever shall cause all amounts due to NYSE Euronext to become immediately payable.
 11. We accept that our commercial references, whether brand names or otherwise, may be quoted by the Relevant Euronext Market Undertaking or any other company belonging to the NYSE Euronext group, in order to promote the Alternext Markets.
 12. We confirm that those persons working for the Issuer whose personal data is included in this Application Form knowingly accept that this data is being submitted to the Relevant Euronext Market Undertaking. To this end, we testify that the persons concerned have been informed that:
 - Data relating to them will only be used by the Relevant Euronext Market Undertaking(s), and any other company in the NYSE Euronext group, for the purposes of ensuring a continuing sound commercial relationship with the Issuer;
 - Data relating to them will be stored in a database whose technical location is in the United States of America⁵;
 - If they wish to exercise their rights under the data protection law applicable to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with respect to the processing of personal data, they may do so by contacting their usual contact within the NYSE Euronext group.

⁴ Undertaking only applicable in case of admission to listing / trading of Depositary Receipts.

⁵ NYSE Euronext and its American subsidiaries adhere to the "Safe Harbor Principles".

13. We have filed a similar application for admission of the Equity Securities for which first admission to trading is requested, or plan to do so in the near future, with the regulated market(s), multilateral trading facilities, or any other type of organised market(s) as listed below:

[please specify markets]

14. We confirm that we have submitted this Application Form, together with the documentation referred to in point 6, to the Relevant Euronext Market Undertaking, and undertake to notify the Relevant Euronext Market Undertaking of any changes to the information contained in this application.

15. We confirm that all information provided in connection with the application for first admission to trading is in all respects accurate, complete and not misleading.

6. UNDERTAKINGS OF THE ISSUER OF THE DEPOSITARY RECEIPTS⁶

1. We confirm that we have concluded an agreement with the Issuer of the underlying Shares and that the Depositary Receipts are or will be validly issued in accordance with the terms thereof as set forth in the agreement and as described in any prospectus prepared in connection with the admission to listing / trading of the Depositary Receipts.

2. We confirm that at the time of the admission to listing / trading, the Shares represented by the Depositary Receipts will have been placed in custody.

3. We confirm that those persons whose personal data is included in this Application Form knowingly accept that this data is being submitted to the Relevant Euronext Market Undertaking(s). To this end, we confirm that the persons concerned have been informed that:

- Data relating to them will only be used by the Relevant Euronext Market Undertaking(s), and any other company in the NYSE Euronext group, for the purposes of ensuring a continuing sound commercial relationship with the Issuer;
- Data relating to them will be stored in a database whose technical location is in the United States of America⁷;
- If they wish to exercise their rights under the data protection law applicable to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with respect to the processing of personal data, they may do so by contacting their usual contact within the NYSE Euronext group.

7. DOCUMENTATION TO BE PROVIDED TO THE RELEVANT EURONEXT MARKET UNDERTAKING IN VIEW OF THE FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES ON THE RELEVANT ALTERNEXT MARKET

In accordance with the Rules, we undertake to provide the Relevant Euronext Market Undertaking with all the documents listed below, which are required to be submitted in order for the Equity Securities covered by this application to be admitted to trading.

The documents enclosed with this Application Form are indicated below. We have also indicated the documents which are not enclosed with this Application Form but which are required to be submitted in

⁶ Undertakings only applicable in case of admission to listing / trading of Depositary Receipts.

⁷ NYSE Euronext and its American subsidiaries adhere to the "Safe Harbor Principles".

order for the Equity Securities to be first admitted to trading. We undertake to send these documents to the Relevant Euronext Market Undertaking(s) as soon as possible.

DOCUMENTATION TO BE PROVIDED IN VIEW OF A FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES ON ANY ALTERNEXT MARKET

7.1 GENERAL DOCUMENTATION		Enclosed	To be provided
7.1.A	To the extent applicable, copies of the published or filed audited financial statements or pro forma financial statements as required by Section 3.2 of Part I of the Rules, unless they are included in the prospectus.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.B	A letter from the Listing Sponsor confirming that it undertakes to fulfil this role for the admission of the Equity Securities, or a copy of the contract entered into by the Issuer and the Listing Sponsor for this purpose.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.C	Certified copy of the Issuer's consolidated articles of association (the by-laws).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.D	A copy of minutes and the related attachments from the relevant governing body of the Issuer containing resolutions approving or authorising the issue of the Equity Securities covered by this application.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.E	An extract from the official trade register / chamber of commerce in respect of the Issuer ("Uittreksel" / "Extrait Kbis" / "Conservatória do Registo Comercial").	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.F	Technical Term Sheet ⁸	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.G	If the first admission to trading is accompanied by the creation of new Equity Securities, a copy of the notarial deed or similar official deed certifying the creation of the new Equity Securities (if applicable).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.H	If the Issuer wishes Shares or equivalent securities to be admitted to trading on an "if and when issued/delivered" basis, and if the relevant information and undertakings are not set out in the prospectus, a letter from the Issuer in which the relevant commitments are given and the aforementioned information is provided	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.1.I	A declaration of the Listing Sponsor relating to the first admission to trading of the Equity Securities in the form prescribed by the Euronext Market Undertakings.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

7.2 ADDITIONAL DOCUMENTATION TO BE PROVIDED FOR AN APPLICATION FOR FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES BY WAY OF A PUBLIC OFFER OR BY WAY OF A PRIVATE PLACEMENT		Enclosed	To be provided
7.2.A	In case of a public offer: the prospectus approved by the relevant Competent Authority (including – to the extent applicable – proof of	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

⁸ Only applicable to Euronext Amsterdam. To be implemented for Euronext Brussels, Euronext Lisbon and Euronext Paris.

	<p>passporting) duly signed by the Issuer.</p> <p>In case of a private placement: the Information Document duly signed by the Issuer.</p> <p>If the prospectus or Information Document, is in the process of being written, the Issuer shall provide the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with a copy of each draft version of the prospectus or Information Document.</p> <p>If no prospectus will be published as announced under section 4 of the Application Form, the Issuer shall provide the Relevant Euronext Market Undertaking(s) with the legal justification of such non-publication and, where applicable, with the document published pursuant to the concerned provision of the European Directive 2003/71/EC.</p> <p>In case of a private placement by an Issuer registered with the SEC pursuant to Rule 3.4.3, the documentation filled with the SEC shall qualify as an Information Document.</p>		
--	---	--	--

7.3	ADDITIONAL DOCUMENTS TO BE PROVIDED FOR AN APPLICATION FOR FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES BY WAY OF A DIRECT ADMISSION TO TRADING	Enclosed	To be provided
7.3.A	Information document consisting of (i) the latest annual financial statements (consolidated where applicable) together with the interim financial statements if the most recent financial year ended more than nine (9) months prior to the scheduled date of first admission to trading, (ii) a cash position statement established within three (3) months prior to the scheduled date of first admission to trading and (iii) the share price performance data and a statement of market disclosures made during the year preceding the scheduled date of first admission to trading.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.3.B	A detailed description of the shareholder base of the Issuer.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7.3.C	In case of a transfer from a market to an Alternext Market, a document confirming the delisting from that market of origin.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

7.4	ADDITIONAL DOCUMENTS TO BE PROVIDED FOR AN APPLICATION FOR FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES ON THE ALTERNEXT MARKET OF EURONEXT BRUSSELS	Enclosed	To be provided
7.4.A	The identification of the paying agent that guarantees the payment of the equity rights inherent in the securities to be admitted and other amounts due (nr 4 article 227 of the Securities Code).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

7.5	ADDITIONAL DOCUMENTS TO BE PROVIDED FOR AN APPLICATION FOR	Enclosed	To be
------------	---	-----------------	--------------

FIRST ADMISSION TO TRADING OF EQUITY SECURITIES ON THE ALTERNEXT MARKET OF EURONEXT LISBON		<input type="checkbox"/>	provided
7.5.A	The identification of the paying agent that guarantees the payment of the equity rights inherent in the securities to be admitted and other amounts due (nr 4 article 227 of the Securities Code).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

ANCILLARY DOCUMENTS	
	For a smooth processing of our application for first admission to trading, we additionally enclose the following documents with our application: <i>[please specify]</i>

This Application Form and the rights and obligations of the parties hereto shall be governed by and construed:

- a. in respect of the Alternext Market operated by Euronext Amsterdam, in accordance with the laws of the Netherlands and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the Dutch courts;
- b. in respect of the Alternext Market operated by Euronext Brussels, in accordance with the laws of Belgium and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the Belgian courts;
- c. in respect of the Alternext Market operated by Euronext Lisbon, in accordance with the laws of Portugal and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the Portuguese courts;
- d. in respect of the Alternext Market operated by Euronext Paris, in accordance with the laws of France and, without prejudice to any agreement to go to arbitration, shall be subject to the exclusive jurisdiction of the French courts.

[Name of Issuer]⁹

Name:		Name:	
Title:		Title:	
Date:		Date:	
Place:		Place:	

⁹ In case of Depositary Receipts the Application Form must be duly signed on behalf of the Issuer and the underlying company

CONTACTS

David de Swaan

Head of Listing Execution

Email: ddeswaan@nyx.com

Tel : +31 20 550 4462

Jean-Michel Pailhon

Email: jmpailhon@nyx.com

Tel: +33 1 49 27 1799

Farah Achouri

Email: fachouri@nyx.com

Tel: +33 1 49 27 1802

Bijlage 3: Ondernemingen in de dataset

Panel A: Ondernemingen genoteerd op de Eerste Markt van Brussel

Naam van de onderneming	Jaar van IPO	Markt
Galapagos	2005	Eerste Markt van Brussel
Elia	2005	Eerste Markt van Brussel
Telenet Group Holding	2005	Eerste Markt van Brussel
Zetes Industries	2005	Eerste Markt van Brussel
MDxHealth (Oncomethylome Science)	2006	Eerste Markt van Brussel
ThromboGenics	2006	Eerste Markt van Brussel
Punch Telematix	2006	Eerste Markt van Brussel
Metris	2006	Eerste Markt van Brussel
Ablynx	2007	Eerste Markt van Brussel
Transics	2007	Eerste Markt van Brussel
Alfacam Group	2007	Eerste Markt van Brussel
TiGenix	2007	Eerste Markt van Brussel
Ascencio	2007	Eerste Markt van Brussel
Banimmo A	2007	Eerste Markt van Brussel
Arseus	2007	Eerste Markt van Brussel
Nyrstar	2007	Eerste Markt van Brussel
VGP	2007	Eerste Markt van Brussel
Immo Moury	2008	Eerste Markt van Brussel
4energy invest	2008	Eerste Markt van Brussel

Panel B: Ondernemingen genoteerd aan Alternext Brussel

Naam van de onderneming	Jaar van IPO	Markt
Evadix	2006	Alternext Brussel
Emakina Group	2006	Alternext Brussel
De Rouck Geomatics	2006	Alternext Brussel
Porthus	2006	Alternext Brussel
AirEnergy	2007	Alternext Brussel
Ecodis	2007	Alternext Brussel
BSB	2008	Alternext Brussel

Panel C: Ondernemingen genoteerd op de Vrije Markt van Brussel

Naam van de onderneming	Jaar van IPO	Markt
Proximedia	2005	Vrije Markt van Brussel
Reibel	2005	Vrije Markt van Brussel
NewTree	2005	Vrije Markt van Brussel
Val Saint Lambert International	2005	Vrije Markt van Brussel
Newton 21 Europe	2005	Vrije Markt van Brussel
OTC	2006	Vrije Markt van Brussel
Pharco	2006	Vrije Markt van Brussel
Realco	2006	Vrije Markt van Brussel
PNS	2006	Vrije Markt van Brussel
EMD Music	2006	Vrije Markt van Brussel
Team International Marketing	2006	Vrije Markt van Brussel
ICE Concept	2007	Vrije Markt van Brussel
SV Patrimonia	2007	Vrije Markt van Brussel
MCLS	2007	Vrije Markt van Brussel
Eryplast	2007	Vrije Markt van Brussel
Arpadis Group	2007	Vrije Markt van Brussel
Fixinox	2008	Vrije Markt van Brussel
RV Assurance	2008	Vrije Markt van Brussel
Flexos	2008	Vrije Markt van Brussel
Tetrys	2008	Vrije Markt van Brussel
Antigoon invest	2008	Vrije Markt van Brussel
Auriga International	2009	Vrije Markt van Brussel

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

**Aandeelhouderschap voor de beursgang en de invloed op het IPO proces:
Studie voor België**

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur-accountancy en financiering**

Jaar: **2013**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

Kemps, Grégory

Datum: **2/06/2013**