

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef
Ownership changes after IPO and long-term IPO performance

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Sven Ilaens
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Ownership changes after IPO and long-term IPO performance

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Sven Iliens

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

Woord Vooraf

In het licht van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt met afstudeerrichting Finance, werkte ik gedurende mijn laatste jaar aan deze masterproef met als onderwerp IPO-eigenaarschap en -performantie.

Tijdens het laatste jaar heb ik heel wat tijd besteed aan het doorzoeken van een uitgebreide literatuurbasis, het ontwerpen van het empirisch onderzoek en het onderzoeken van de resultaten. Hierbij werd ik bijgestaan door mijn promotor Prof. Dr. Sigrid Vandemaele, die mij tijdens de masterproef advies en bijsturing gaf waar nodig. Ik wil haar daarvoor bedanken, alsook voor de inbreng en inzichten die ze mij bij deze soms moeilijke materie heeft bijgebracht.

Verder zou ik ook graag familie en vrienden bedanken die mij gesteund hebben tijdens mijn project en mee geholpen hebben om deze masterproef tot een goed einde te brengen. Tijdens de periodes van hard werken heb ik hun steun en aanmoedigingen erg geapprecieerd.

Samenvatting

In deze masterproef proberen we te achterhalen wat de invloed van (wijzigingen in) de aandeelhoudersstructuur is op het korte- en lange termijn presteren van IPO's. IPO's of initial public offerings zijn ondernemingen die voor de eerste keer aandelen aanbieden aan het publiek. Dit doen ondernemingen om op die manier financiële middelen binnen te halen om de projecten en de groei van de onderneming mee te kunnen financieren. Om dit te doen moet de onderneming zijn nieuwe aandelen aanbieden op een aandelenbeurs. Dit IPO-proces is echter gecompliceerd en er zullen heel wat veranderingen binnen de onderneming optreden.

Voor een bedrijf naar de beurs gaat, zullen ze een underwriter (investment bank) moeten zoeken die de onderneming naar de beurs begeleidt. Daarna moeten er belangrijke beslissingen genomen worden zoals de grootte van de aan het publiek aangeboden kapitaal en de prijs per aandeel. Deze komt tot stand tijdens de 'road show', waar de eigenaars de investeerders proberen te overtuigen van de kwaliteiten van de onderneming. Zo krijgen de eigenaars een indicatie wat investeerders bereid zijn te betalen voor een aandeel. Eens de onderneming tegen een bepaalde prijs op de beurs noteert, zal de koers schommelen volgens de wet van vraag en aanbod naarmate aandeelhouders aandelen verkopen of kopen. Dit bepaalt de return die het beursbedrijf genereert.

In ons onderzoek zullen we ons vooral toespitsen op de veranderingen in de aandeelhoudersstructuur bij de beursgaande onderneming. De aandeelhoudersstructuur is specifiek voor elk bedrijf, en wijzigingen hierin kunnen een belangrijke indicatie vormen wat betreft de returns die de IPO op korte- of lange termijn realiseert. In de literatuurstudie gaan we dieper in op de uitgebreide literatuur die aanwezig is omtrent de korte- of lange termijn prestaties van IPO's.

De korte termijn return is de return die de IPO genereert vanaf de offerprijs tot drie dagen direct na de beursgang. Deze is meestal aanmerkelijk hoger dan de gemiddelde return van de marktindex. Er zijn twee hoofdstrekkingen in de verklaringen voor dit fenomeen. Allereerst is de korte termijn return natuurlijk afhankelijk van de prijszetting die de eigenaars van de IPO samen met de underwriter bepaald heeft. Hoe lager de prijs gezet wordt ten opzichte van de marktwaardering, hoe groter de korte termijn return zal zijn. Er zijn verschillende factoren die deze onderprijsing kunnen verklaren. Er is informatieasymmetrie aanwezig tussen de eigenaars en de investeerders waardoor de investeerder de 'winners curse' vreest. Een andere verklaring is de informatiewinning theorie die stelt dat de investeerders beloond worden wanneer ze positief reageren tijdens het IPO-proces. Tenslotte kan de underwriter die de IPO begeleidt ook risico mijden door de prijs onder de marktwaardering te zetten en zo eventuele prijsondersteuning na beursgang te vermijden. Ook uit onze steekproef blijkt dat IPO's gemiddeld met onderprijsing op de beurs worden gebracht.

Maar ook overoptimisme van investeerders vlak na de beursgang kan aanleiding geven tot de stevige prijsstijging die IPO's typeren. In onze literatuurstudie bespreken we de behavioural theorie en de fads hypothese of 'hot market' theorie. De behavioural theorie stelt dat de divergentie van opinie tussen investeerders ervoor zorgt dat vlak na de IPO de prijzen stijgen omdat de optimisten de prijs zetten. Zij zijn bereid een hogere prijs per aandeel te betalen en overeenkomstig met de

theorie van vraag en aanbod zal de prijs dus stijgen. De hot market theorie gaat uit van de timing waarop een onderneming zijn beursgang doet. Ze maken gebruik van de 'window of opportunity' om hun IPO uit te voeren. Tijdens deze periode zijn de marktcondities heel positief en geven investeerders een hoge waardering voor de aandelen van de onderneming. IPO's proberen de periodes van negatief sentiment te vermijden en hun IPO zo te timen dat ze hun uitgifte doen op het moment dat het marktsentiment positief is. Hier wordt naar gerefereerd als de market timing theorie.

Naast de hogere korte termijn returns die IPO's gemiddeld blijken te halen, zijn er ook op lange termijn verschillen tussen de returns van IPO's en de algehele markt. Empirische studies tonen aan dat IPO's gedurende de drie jaar na beursgang gemiddeld slechter presteren dan de algehele markt. In de literatuur kunnen we verschillende verklaringen vinden. Allereerst is er de link met de initiële return. Zowel de behavioural als de fads- of hot market theorie hebben hier een verklaring voor. De behavioural theorie verklaart de slechtere lange termijn IPO-prestaties door de daling in divergentie van opinie. Er komt meer duidelijkheid over de cashflows van de projecten en de IPO-waardering van de optimistische investeerders komt dichterbij die van het gemiddelde te liggen, die de IPO lager waarderen. De fads- of hot market theorie ondervindt dan weer een negatieve relatie tussen het jaarlijkse volume aan IPO's en de lange termijn performantie van IPO's. Veel IPO's betreden de beurs op het moment dat de markt heel optimistisch is, de investeerders overwaarden de IPO's bij beursgang waardoor op lange termijn veel IPO's significant lagere returns behalen dan IPO's die niet werden overgewaardeerd bij de uitgifte. Dit komt doordat IPO's tijdens een 'hot market' niet in staat zijn om de verwachtingen van de overoptimistische investeerders waar te maken. Aangezien veel meer IPO's op de beurs worden gebracht tijdens de hot market periode zullen IPO's gemiddeld onder de markt presteren. Ook de lange termijn onderperformantie van IPO's wordt door ons onderzoek bevestigd.

Een andere verklaring voor het onderpresteren is de grootte en book-to-market waarde van de IPO-bedrijven. Wanneer als benchmark de beursbedrijven met gelijke grootte en book-to-market value als die van de IPO's genomen worden, zien we dat de underperformance niet specifiek voor IPO's geldt. Beursbedrijven met een gelijkaardige grootte en book-to-market value als IPO's, realiseren geen significant verschillende returns ten opzichte van IPO's. De lange termijn underperformance is volgens deze theorie dus te wijten aan de kleine bedrijven die een lage book-to-market-value hebben, waaronder IPO's.

Na het bespreken van de korte en lange termijn returns gaan we in de literatuurstudie over tot het bespreken van de aandeelhoudersstructuur. We beschrijven geconcentreerd versus gediversifieerd aandeelhouderschap, insiders van het IPO-bedrijf en private equity investeerders.

De voor- en nadelen van geconcentreerd versus gediversifieerd aandeelhouderschap worden uiteengezet aan de hand van de agency theorie. Hier komen agency conflicten aan bod zoals de uitbuiting van minderheidsaandeelhouders en het principaal-agent probleem. Maar ook moral hazard, asymmetrische informatie en adverse selectie komt aan bod.

Daarna worden de private equity investeerders besproken, hiertoe behoren onder andere de venture capitalists en de business angels. In de theorie komt naar voren dat private equity investeerders een positieve invloed hebben op de lange termijn returns door de toegevoegde expertise, de voordelen van het VC-netwerk en het positieve signaal aan investeerders.

Voor de initiële eigenaars of insiders blijkt uit de theorie vooral dat 'retained ownership' belangrijk is voor de prestatie van de IPO. Dit wordt gemeten aan de hand van dilutie en de hoeveelheid secundaire aandelen er verkocht worden bij de IPO. Volgens de signaaltheorie moeten de IPO's waar insiders hogere dilutie vertonen een hogere underpricing toelaten om investeerders aan te kunnen trekken. Dit signaal wordt namelijk opgepikt door investeerders die de IPO daardoor lager zullen waarderen. Blijvend aandeelhouderschap van insiders zou dan weer een positief effect hebben op de lange termijn IPO prestaties.

Na de literatuurstudie volgt het empirisch onderzoek. We hebben de deelvragen omtrent de invloed van (wijzigingen in) de aandeelhoudersstructuur op de IPO-prestaties opgedeeld voor de korte- en lange termijn IPO-prestaties. In beide categorieën werden twee hypothesen opgesteld.

Hypothese 1 stelde aan de hand van de signaaltheorie dat IPO's waar insiders hoge dilutie vertonen en bestaande aandelen verkopen meer underpricing zouden moeten toelaten om investeerders aan te kunnen trekken. Bijkomend werd in hypothese 2 vooropgesteld dat door de exit strategie de dilutie en verkoop van secundaire aandelen door private equity investeerders een minder negatieve invloed zou hebben op de korte termijn IPO performantie dan de dilutie en verkoop van insiders.

De resultaten van de twee hypothesen voor de korte termijn returns wijzen uit dat de signaaltheorie niet wordt bevestigd door de underpricing, wel komt de theorie van market timing hier nadrukkelijk naar voren. Zo blijken IPO's met aandeelhouders die een hoge dilutie vertonen bij IPO of veel bestaande aandelen verkopen, een opmerkelijk lagere underpricing te hebben. De opbrengst van deze verkopen gaan naar de aandeelhouders zelf, waaruit blijkt dat door eigenbelang de initiële aandeelhouders de IPO niet onderprijsd op de markt willen brengen en dus aan 'market timing' zullen doen. Het negatieve signaal van dilutie wordt niet door alle investeerders opgepikt en ze worden misleid. Daarnaast maken de korte termijn return en de initiële return duidelijk dat investeerders gemiddeld wel minder optimistisch blijken indien er bestaande aandelen verkocht worden, wat wel in lijn ligt met de signaaltheorie.

Hypothese 3 stelt het positieve effect voorop dat blijvend aandeelhouderschap zou hebben op de lange termijn IPO performantie. In de vierde hypothese werd de positieve invloed vooropgesteld van lange termijn aanwezigheid van private equity investeerders op de lange termijn IPO-performantie.

De derde hypothese werd niet ondersteund, blijvend aandeelhouderschap blijkt geen positieve noch negatieve invloed te hebben op lange termijn IPO returns. Wel werd de significante invloed van de grootte van IPO's empirisch bevestigd. De vierde hypothese werd ondersteund, blijvende aanwezigheid van private equity investeerders blijkt positief gecorreleerd te zijn met de lange termijn return van IPO's.

Verduidelijking moeilijke woorden

Onderstaande lijst werd toegevoegd met als doel de specifieke termen die aan bod komen in deze thesis en gelinkt zijn aan de financiële wereld op een korte, maar heldere manier te kunnen verklaren. De volgorde van de termen is bepaald naargelang de volgorde van verschijning in de eigenlijke tekst.

Initial Public Offering (IPO) of initiële publieke uitgifte (IPU)	Een IPO is de eerste keer dat een privaat bedrijf een deel van zijn aandelen aanbiedt aan het algemene publiek. Dit kan via een beursintroductie of IPO. Op deze manier komt een deel van het eigenaarschap van de onderneming in handen van het publiek.
Beurs	De beurs is het platform waarop de publieke aandelen van de beursgenoteerde bedrijven aangeboden en verhandeld worden.
Marktindex	De marktindex is een gemiddelde waarde die ontstaat door het vormen van een portefeuille van aandelen die op een bepaalde beurs noteren. Op deze manier krijgt men een zicht op de ontwikkeling van de typische beurswaarde van een markt.
IPO-underperformance	IPO- <i>underperformance</i> betekent dat IPO's (bedrijven die nieuw zijn op de beurs) gemiddeld slechter presteren dan de marktindex. Met andere woorden, de gemiddelde return (zie hieronder) gerealiseerd op IPO's is lager dan de gemiddelde return van de gehele markt.
Return	Het rendement voor aandeelhouders (return) wordt gemeten via de winst of verlies die een bepaald aandeel of groep van aandelen gegenereerd hebben. Dit wordt uitgedrukt in percentages.
uitgifteprijs	Dit is de prijs per aandeel van de onderneming op het moment van uitgifte en de prijs waartegen aandeelhouders het aandeel kunnen kopen bij de beursgang.
Onderprijzing	De onderprijzing of ' <i>underpricing</i> ' wordt vaak gedefinieerd als het verschil tussen de uitgifteprijs en de prijs per aandeel op het einde van de eerste beursdag. Dit geeft een indicatie hoeveel de uitgifteprijs onder (of boven) de marktprijs ligt. De marktprijs is de evenwichtsprijs per aandeel die door vraag en aanbod van het publiek bepaald wordt.

Primaire aandelen	Dit zijn nieuwe aandelen die de onderneming uitgeeft bij de beursintroductie
Venture capital	Privaat risicodragend kapitaal dat vaak ten behoeve wordt gesteld aan veelbelovende startende en snel groeiende ondernemingen, waaraan relatief hoge risico's verbonden zijn.
Business angels	Ondernemers of ex-ondernemers die investeren in beloftevolle, startende of snelgroeiende ondernemingen. Ook kunnen ze hun eigen ervaringen als ondernemer ter beschikking stellen van de startende onderneming.
Secundaire aandelen	Dit zijn bestaande aandelen die ook aangeboden kunnen worden bij een beursintroductie. Deze bestaande aandelen vertegenwoordigen, in tegenstelling tot de primaire aandelen, al een deel van het kapitaal voor de beursintroductie en zijn dus voor de beursintroductie in het bezit van een eigenaar. De opbrengst bij verkoop gaat in dit geval niet naar de onderneming, maar naar de vorige eigenaar.
Underwriter	Een underwriter is een investment bank die het bedrijf helpt met de uitgifte van de aandelen. De underwriter begeleidt de onderneming tijdens het IPO-proces en bepaalt onder andere samen met de onderneming de specificaties van de beursintroductie, zoals de uitgifteprijs en het aangeboden kapitaal.
Prospectus of 'red herring'	De prospectus is een noodzakelijk document om een beursintroductie te verkrijgen. Het document bevat alle details in verband met de beursintroductie en de onderneming.
Institutionele investeerders	Institutionele investeerders zijn grote investeerders die hun winsten halen uit het beleggen van het vermogen van hun klanten, zoals pensioenfondsen en verzekeringsfondsen.
Insider	Insiders zijn personen die voor het bedrijf werken, zoals oprichters, initiële eigenaars, managers, directeuren, CEO's ... Dit zijn personen met een strategisch belangrijke functie in het bedrijf die beschikken over strategische informatie zoals toekomstplannen, producten, fusies, overnames,...

Overoptimisme	Wanneer investeerders bij de beursintroductie veel te optimistisch zijn over de toekomst van een beursgaand bedrijf zal de prijs boven de fundamentele waarde van het bedrijf uitstijgen.
Informatieasymmetrie	Wanneer de ene partij over meer of juistere informatie beschikt dan de andere partij.
Winner's curse	Dit is de vloek van het winnende bod. Deze theorie stelt dat het winnende bod (in dit geval voor aandelen) altijd te hoog is. Bij een IPO biedt iedereen een prijs voor de aandelen, maar het zullen de hoogste bidders zijn die de aandelen krijgen. Als je uitgaat van een gemiddelde waardering van de aandelen, betaalt de winnende bidder dus altijd teveel.
Initiële return	Dit is de return die een IPO realiseert gedurende de eerste drie dagen na de beursintroductie.
P/E-ratio	De Price/Earnings-ratio is de prijs per aandeel gedeeld door de winst per aandeel. De ratio wordt vaak gebruikt als waarderingsindicator.
P/B-value	De Price-to-Book value is de prijs per aandeel gedeeld door de boekwaarde van één aandeel en wordt gebruikt om de markt- en de boekwaarde van een onderneming te vergelijken.
Dilutie of 'Dilution'	Dilutie doelt op de vermindering van het aandeelhouderspercentage van de bestaande eigenaars door het uitgeven van nieuwe aandelen en/of bestaande aandelen.
Arbitrageopportuniteit	Bij een arbitrageopportuniteit profiteer je van de prijsverschillen tussen verschillende markten voor een bepaald effect of equivalente effecten. Deze wordt gekenmerkt door het realiseren van winst zonder ook maar enig risico op verlies te leiden.
Short selling	Bij short selling verkoopt iemand een aandeel dat hij niet in het bezit heeft. Hij leent als het ware het aandeel om het te verkopen, om na een afgesproken termijn het aandeel terug te kopen en terug aan de oorspronkelijke eigenaar te geven. Dit impliceert dat de short seller verwacht dat de toekomstige prijs van dat aandeel zal dalen om op die

	manier winst te maken.
Underwriter kosten	Dit zijn de kosten die de underwriter moet incalculeren tijdens het IPO-proces. Hierbij gaat het voornamelijk om kosten voor de review van de boekhouding en de inspectie voor de naleving van de wetgeving door het IPO-bedrijf.
Agency theory	De agency theory handelt over de mogelijke conflicten die kunnen ontstaan tussen belanghebbenden in een onderneming. De theorie spitst zich erop toe om deze conflicten te voorkomen of te beperken.
Moral hazard	Wanneer twee partijen een overkomst aangaan waarbij één van de partijen nog een groter voordeel kan realiseren door de overkomst niet na te leven of extreme risico's te nemen.
Common law	Common law is de rechtsvorm die vooral gebruikt wordt in Angelsaksische landen zoals Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Australië. Rechtspraak gaat uit van de beslissingen in vorige rechtspraak, vandaar de naam gewoonterecht.
Civil law	Civil law is de rechtsvorm die vooral gebruikt wordt in continentaal Europa. Rechtspraak gaat uit van de wetten die opgesteld zijn door de staat.
Blockholders	Dit zijn aandeelhouders die een belangrijk deelnemingspercentage hebben in een onderneming. Een deelneming wordt als belangrijk beschouwd vanaf de aandeelhouder belangrijke beslissingen in de onderneming kan beïnvloeden.

Inhoudsopgave

<u>Deel 1: De Probleemstelling</u>	13
1. Probleemstelling	13
<u>Deel 2: De Literatuurstudie</u>	15
2.1 Inleiding	15
2.2 De weg naar de beurs: het IPO-proces	17
2.3 De IPO op korte termijn: Onderprijzing of overoptimisme?	19
2.3.1 Onderprijzing	19
2.3.2 Overoptimisme	23
2.3.3 Korte termijn return	25
2.4 De lange termijn performantie van de IPO	27
2.4.1 Link met de korte termijn return	27
2.4.2 Underwriter	29
2.4.3 Grootte en Book-to-market value	31
2.4.4 Mismeasurement	31
2.5 De aandeelhoudersstructuur	33
2.5.1 Agency theory	33
2.5.2 Private equity investeerders	35
2.5.3 De initiële eigenaars of oprichters	39
2.5.5 Aandeelhoudercombinaties	43
<u>Deel 3: Het empirisch onderzoek</u>	45
3.1 Centrale onderzoeksvraag	45
3.2 Deelvragen en motivering	45
3.2.1 Deelvraag 1	45
3.2.2 Deelvraag 2	45
3.3 Hypothesen	45

3.3.1 Hypothesen omtrent rendementen op de korte termijn	45
3.3.2 Hypothesen omtrent rendementen op de lange termijn	49
3.4 Onderzoeksstrategie	51
3.5 Variabelen	53
3.5.1 Verklarende variabelen: de aandeelhoudersstructuur	53
3.5.2 Afhankelijke variabelen	55
3.6 Beschrijvende statistieken	57
3.7 Onderzoeksopzet	61
3.7.1 Invloed van de aandeelhoudersstructuur op de KT returns	61
3.7.2 Invloed van de aandeelhoudersstructuur op de LT returns	63
3.8 Onderzoekresultaten	65
3.8.1 Resultaten van de aandeelhoudersstructuur op de KT returns	65
3.8.2 Resultaten van de aandeelhoudersstructuur op de LT returns	73
4. Conclusies	81
5. Besluit	85
5.1 Kritische bedenkingen	85
5.2 suggesties voor verder onderzoek	85
6. Literatuurlijst	87

1. Probleemstelling

Steeds meer bedrijven willen gebruik maken van publieke middelen om investeringen mee te financieren. De beurs is voor veel bedrijven een logische stap om deze publieke middelen aan te trekken. Bedrijven die hiervan gebruik maken, moeten beseffen dat ze hiermee een complexe wereld betreden. Elke beslissing heeft gevolgen voor de waardering, het imago en de perceptie van de aandeelhouders. Er zijn ook heel wat extra regels waaraan een beursgenoteerd bedrijf zich zal moeten houden. Zo zorgt een introductie op de beurs ervoor dat meer informatie openbaar gemaakt moet worden, denk maar aan de strengere financiële- en boekhoudkundige rapportage waartoe de bedrijven verplicht worden.

Het is duidelijk dat de stap naar de beurs een minutieuze timing en voorbereiding vereist. In 2015 bekeek onder andere Balta of ze een overgang naar de beurs konden realiseren: "Deze mogelijkheid was ontstaan door het positieve klimaat voor beursintroducties. Er werd een adviseur aangesteld die mogelijk de beursgang begeleidt" (Sephiha, 7 mei 2015).

De IPO-markt zelf heeft zijn up en downs, het economische klimaat is immers niet altijd positief. In 2009 stond de IPO-markt op een historisch laag niveau. Het beleggersvertrouwen was ver zoek en de Europese beursintroducties slaagden er niet in om meer dan 9 miljoen EUR op te halen, wat normaal de hoeveelheid is die met één grote introductie opgehaald zou kunnen worden. Duidelijk is dat het economische klimaat en het vertrouwen van de beleggers hier een cruciale rol speelde (Houben, 8 april 2009).

Een succesvolle beursintroductie is een grote uitdaging. In de literatuur is er vaak sprake van IPO-underperformance tot 3 jaar na de beursintroductie. Dit wil zeggen dat de bedrijven die nieuw zijn op de beurs gemiddeld slechter presteren dan de totale beursindex in hun eerste jaren na beursintroductie. Dit is een probleem voor bedrijven die een beursintroductie overwegen. Als hun bedrijf slechter presteert op lange termijn, is het minder interessant voor investeerders, die niet het rendement behalen dat ze verwacht hadden.

Het loont dus de moeite om te onderzoeken wat het onderpresteren van deze nieuwe beursbedrijven veroorzaakt. Wij zullen ons in het onderzoek toespitsen op de relatie tussen wijzigingen in aandeelhoudersstructuur en IPO-prestaties. In de literatuurstudie gaan we op zoek naar bepaalde factoren die een samenhang tussen de aandeelhoudersstructuur en IPO-prestaties kunnen onderbouwen.

2. Literatuurstudie

2.1. Inleiding

De ontwikkeling van een IPO wordt in de literatuur vaak opgedeeld in verschillende fases. Allereerst is er natuurlijk de weg naar de beursintroductie, waar belangrijke beslissingen genomen moeten worden, zoals het aanstellen van een underwriter, het bepalen van de uitgifteprijs per aandeel en de grootte van de aan het publiek aangeboden kapitaal. Een belangrijk kenmerk van dit proces dat veelvuldig besproken wordt in de literatuur is de 'underpricing'. Hiermee bedoelt men dat het bedrijf samen met de underwriter beslist om de prijs zo te plaatsen dat die onder de waardering van de markt terecht komt.

De literatuur bestudeert hoofdzakelijk de korte termijn return en de return op lange termijn van beursintroducties. De korte termijn return is de return die de IPO genereert vanaf de offerprijs tot drie dagen direct na de beursgang. Deze is meestal aanmerkelijk hoger dan de gemiddelde return van de marktindex. Er zijn twee hoofdstrekkingen in de verklaringen voor dit fenomeen. Allereerst is de korte termijn return natuurlijk afhankelijk van de prijszetting (underpricing). Hoe lager de prijs gezet wordt ten opzichte van de marktwaardering, hoe groter de korte termijn return zal zijn. Maar ook het overoptimisme van investeerders vlak na de beursgang kan aanleiding geven tot een stevige prijsstijging die de initiële return omhoog stuwt. De underpricing en de initiële return van het marktsentiment zijn dus beide gelinkt aan de korte termijn return. Deze concepten spelen zich af tijdens de overgang naar de beurs, of op de korte termijn na de IPO.

IPO-onderperformantie op lange termijn is al in vele landen aan het licht gebracht; in Italië door Arosio et al (2001); Keloharju in Finland (1993); Lee et al. (1996) in Australië; Espenlaub et al. (1999) in Groot Brittannië; Jewartowsky en Lizinska in Polen (2012) en Van Hulle (1993) in België. Alle bovenstaande onderzoeken ondervonden dat bedrijven nieuw op de beurs slechter presteren in vergelijking met de marktindex tijdens dezelfde driejarige periode.

Ons onderzoek is toegespitst op de invloed van de aandeelhoudersstructuur op de korte- en lange termijn prestaties van IPO's. In de literatuurstudie zullen we elk onderdeel in chronologische volgorde behandelen. Eerst bespreken we het IPO-proces, de korte termijn prestaties en de lange termijn prestaties van IPO's. Daarna komt de aandeelhoudersstructuur aan bod met het effect op de korte of lange termijn returns van IPO's.

2.2. De weg naar de beurs: het IPO-proces

Eerst geven we een korte inkijk in hoe een IPO tot stand komt. Waarom wil een bedrijf een IPO ondernemen? Er zijn verschillende redenen die een bedrijf hiertoe aan kan zetten. Wanneer een jonge onderneming groeit, heeft die nood aan kapitaal om de uitbreiding van de onderneming te kunnen financieren. Hiervoor wil de onderneming het eigenaarschap in de onderneming delen met investeerders om op die manier de nodige financiële middelen binnen te halen. Dit kan ze doen door primaire aandelen uit te geven. Primaire aandelen zijn nieuwe aandelen die nieuw eigenaarschap vertegenwoordigen, met andere woorden, de opbrengsten die voortkomen uit de verkoop van deze primaire aandelen gaan naar de onderneming (Kemps, 2013).

Ook de aanwezigheid van investeerders die reeds in een vroege fase geïnvesteerd hebben in de onderneming kunnen een aanleiding zijn tot een beursintroductie. Deze vroege investeerders zijn vaak Venture Capitalists (VC) of Business Angels (BA). Venture capitalists zijn gespecialiseerd in het verzamelen van informatie over startups of snel groeiende bedrijven. Wanneer interessante startups gevonden worden, investeert de VC een deel van het venture capital fonds in de onderneming. Ze geven zowel financiële ondersteuning als advies. Soms wordt ook de managementstructuur bepaald door de VC. Business Angels zijn vaak succesvolle ondernemers die hun kennis en kapitaal aanbieden aan jonge bedrijven met groeipotentieel. Ze geven advies en zijn onafhankelijk. Dit in tegenstelling tot de VC die een bepaalde return moet realiseren voor de investeerders in zijn venture capital fonds. Wanneer de VC of BA zijn investering wil terugverdiend zien, kan men samen met de oprichters beslissen om tot een beursgang over te gaan om zijn aandeel in het eigenaarschap te verkopen. Dit doen ze door secundaire aandelen uit te geven. Dit zijn bestaande aandelen die verhandeld worden. De opbrengst gaat hier niet naar de onderneming, maar wel naar de eigenaars van de aandelen (Kemps, 2013).

Wanneer de onderneming beslist om de IPO door te voeren gaan ze meestal direct op zoek naar een underwriter. Een underwriter is een investment bank die het bedrijf helpt met de uitgifte van de aandelen. Voorbeelden van bekende underwriters zijn Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse en Deutsche Bank.

De underwriter helpt de onderneming met het bepalen van de prijs, welk type (bestaande of nieuwe) aandelen uitgegeven worden en hoe groot de 'free float' zal zijn. De 'free float' is het aandelenpercentage dat na de beursintroductie in handen van het publiek is. Wanneer de free float heel hoog is, kunnen er ook meerdere investment banks of underwriters aangesteld worden die het risico van de IPO spreiden.

De underwriter helpt ook bij het opstellen van de prospectus of 'Red Herring' die goedgekeurd moet worden om toelating te krijgen voor de beursnotatie. Tijdens de 'road show' promoten de underwriter en het bedrijf de beursgang en proberen ze institutionele investeerders te overtuigen om aandelen te kopen. Dit doen ze aan de hand van informatie over het bedrijf zoals cijfers en toekomstplannen, enkel de datum en prijs worden niet meegegeven aangezien die nog afhankelijk zijn van het succes van de 'road show'. Wanneer de inschrijvingen op de IPO een succes zijn, kan

de onderneming de underwriter toelaten om bijkomende aandelen te verkopen. Dit heet de 'greenshoe' (Kemps, 2013).

Eenmaal op de beurs is er nog een belangrijke fase voor de insiders, namelijk de 'lock-up periode'. Dit is een periode van gemiddeld 90 tot 180 dagen waarin de insiders geen aandelen mogen verhandelen omdat het de prijsvorming vlak na de IPO kan verstoren (Kemps, 2013).

2.3. De IPO op korte termijn: Onderprijzing of overoptimisme?

Alvorens naar de lange termijn performantie te kijken, loont het om eerst de prestaties van de IPO op korte termijn te bestuderen. De korte termijn returns zijn vaak opmerkelijk hoger dan die van de marktindex. In de literatuur kunnen we een onderscheid maken tussen de theorie van onderprijzing en overoptimisme. Deze twee theorieën verklaren de korte termijn returns vanuit verschillende standpunten. De onderprijzing theorie vertrekt vanuit het standpunt van de onderneming die naar de beurs gaat. De beursganger beslist samen met de underwriter om de aandelenprijs lager te zetten dan de waardering van de markt, waardoor de korte termijn returns hoog zijn. De theorie van overoptimisme gaat uit van het standpunt van de investeerder. De waardering van het bedrijf gebeurt door de investeerders en die zijn veel te optimistisch over de nieuwe beursgenoteerde onderneming, waardoor de korte termijn returns de hoogte ingaan.

2.3.1. Onderprijzing

Zoals in het IPO-proces besproken, zien we dat de prijszetting zeer secuur moet gebeuren. In de praktijk constateert men vaak 'underpricing' van de IPO. Lougran en Ritter (2002) ondervonden op basis van een steekproef van meer dan 3000 IPO's in een tijdspanne van 8 jaar (1990-1998) dat maar liefst 27 miljard Dollar door underpricing verloren ging bij beursintroductions en als ware aan de investeerders geschonken werd. Elke keer als een IPO ondergewaardeerde aandelen op de markt brengt, benadeelt het de oorspronkelijke aandeelhouders en bevoordeelt het de nieuwe aandeelhouders die aan een lagere prijs in het bedrijf kunnen stappen. Er zijn verschillende redenen voor een IPO om hun aandelen ondergewaardeerd op de markt te brengen.

Een eerste reden is de informatieasymmetrie tussen investeerders en IPO-uitgevers. Investeerders beschikken meestal over minder informatie over de onderneming dan de insiders van het IPO-bedrijf. Managers geven bij een IPO mogelijk niet alle informatie over de onderneming, wat de waardering voor geïnteresseerde investeerders moeilijk maakt. Door deze asymmetrische informatie tussen investeerders en managers kan adverse selectie ontstaan, wat de slecht geïnformeerde investeerders benadeelt. Om de adverse selectie voor deze investeerders te compenseren en toch te overhalen om te investeren, zullen de uitgevers de prijs lager moeten zetten.

Er is ook informatieasymmetrie aanwezig tussen investeerders onderling, sommige investeerders beschikken over meer informatie dan andere, denk aan institutionele versus particuliere investeerders. Investeerders weten meestal ook niet van elkaar hoe hoog zij een aandeel waarderen. Als men bij de IPO de prijs hoger zet, kan er twijfel ontstaan bij investeerders om aandelen aan te schaffen, de reden hiervoor is het verhoogde risico dat ermee gepaard gaat. De investeerder vreest namelijk slachtoffer te worden van de 'winners curse' (Ritter en Welch, 2002).

Als een investeerder een bepaalde hoeveelheid aandelen wil aanschaffen, kunnen er twee dingen gebeuren. Ofwel wordt het order volledig onderschreven, ofwel wordt slechts een deel van het order daadwerkelijk aan de investeerder toegewezen. Logischerwijs gebeurt het eerste als er voor het aandeel relatief minder interesse aanwezig is bij andere investeerders. In dit geval ben je als investeerder in deze IPO bij de meer optimistische investeerders, en bestaat er een kans dat je het

aandeel te hoog waardeert. In het geval dat niet het volledige order wordt toegewezen aan de investeerder wil dat zeggen dat de IPO overschreven wordt. Er worden minder aandelen door de IPO aangeboden dan investeerders wensen te kopen. De aandelen worden dan pro-rata verdeeld. Dit wil zeggen dat elke investeerder het deel van zijn order krijgt toegewezen naargelang de aandelen van de IPO overschreven zijn. Stel dat de aandelen 100% overschreven zijn, wil dit zeggen dat iedere investeerder 50% van zijn order zal toegewezen krijgen. Veel investeerders wensen dus te investeren in de IPO aan deze prijs, waarbij de kans groot is dat de IPO ondergewaardeerd is en in de toekomst hoger gewaardeerd zal worden (Ritter en Welch, 2002).

Het gevolg van de winners curse is dat investeerders hun volledige order toegewezen krijgen wanneer er weinig interesse is van andere investeerders, en slechts een deel wanneer veel investeerders geïnteresseerd zijn. Dit maakt dat investeerders verhoudingsgewijs meer aandelen bezitten met negatieve returns dan ze initieel in gedachte hadden. Om dit risico voor investeerders te compenseren moeten IPO's gemiddeld 'underpriced' zijn om het onevenwicht tussen het aantal aandelen met positieve en negatieve returns van investeerders op te vangen (Ritter en Welch, 2002) (Rock, 1986).

Het kan ook dat investeerders over informatie beschikken die uitgevers niet hebben. De underwriter en IPO-eigenaars krijgen een indicatie van hoeveel aandelen investeerders bereid zijn te kopen tijdens de road show. De underwriter kan dan de prijs verhogen als hij merkt dat investeerders veel meer aandelen vragen dan er worden aangeboden en andersom. Maar de geïnformeerde investeerders willen wel beloond worden voor de geleverde informatie over de interesse in de IPO. Investeerders zouden deze informatie niet vrijgeven als de underwriter de aandelenprijs evenredig verhoogt. De investeerder verwacht dus dat de underwriter ofwel de underpricing verhoogt, ofwel een hogere allocatie verzekert aan de investeerders die hun positieve interesse hebben vrijgegeven (Benveniste en Spindt, 1989). Vandaar dat de underpricing hoger is naarmate de aandelenprijs tijdens het IPO-proces verhoogd wordt (Hanley, 1993). Dit komt overeen met de informatiewinning theorie.

De informatiewinning theorie stelt dat er een gedeeltelijke aanpassing gebeurt bij het beschikbaar krijgen van de private informatie tijdens het IPO-proces. Hoe positiever de informatie is die het IPO-bedrijf krijgt van de institutionele investeerders (via de underwriter), hoe hoger de graad van onderprijzing. Want geïnformeerde investeerders moeten beloond worden voor de positieve informatie die ze verspreiden over het aandeel (Derrien, 2005).

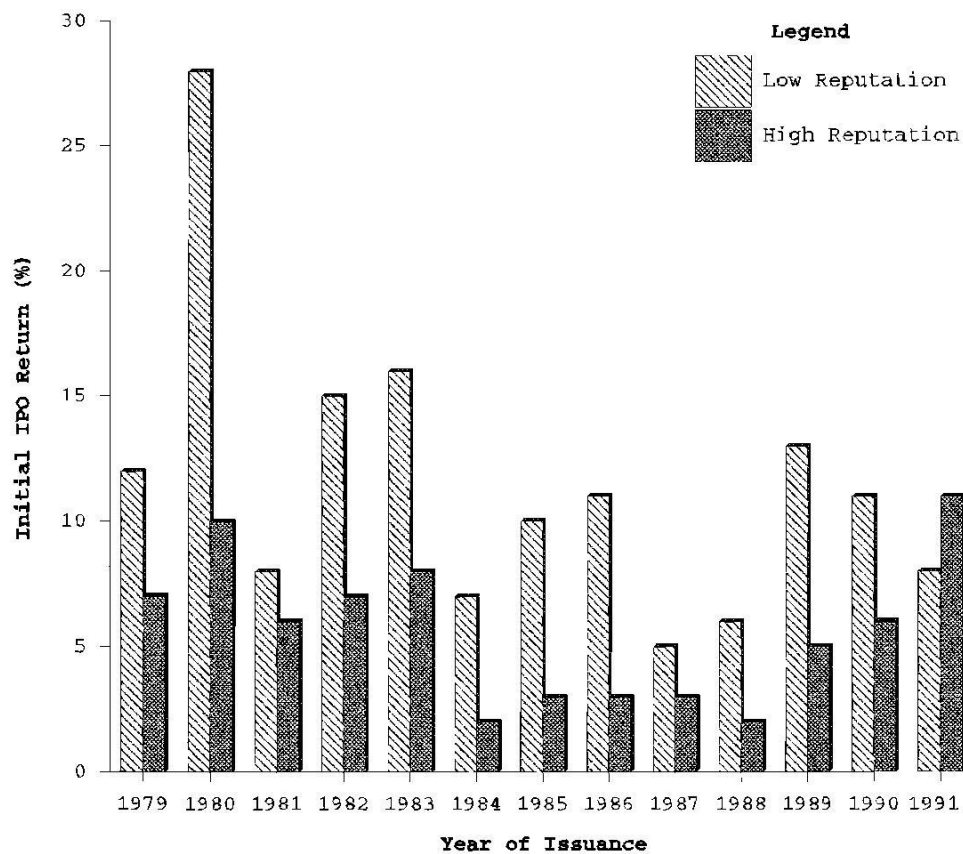
Baron (1982) constateert ook dat investment bankers of underwriters een informatieel voordeel hebben ten opzichte van de uitgevers van het aandeel, waardoor ze de vroege returns in de wacht kunnen slepen. De prijszetting verschuift van de uitgever naar de investment banker (underwriter), die de prijs lager zet ter compensatie van de gebruikte superieure informatie die de underwriter kreeg van investeerders. De uitgever wil de underwriter controleren wanneer hij de aandelen in de markt plaatst, maar dat kost geld en tijd. In de plaats zou de uitgever als monitoringkost onderprijzing toelaten.

Ritter (1984) en Chalk en Peavy (1987) zien ook monopsonie als een mogelijke verklaring voor de underpricing. Monopsonie is aanwezig wanneer er maar 1 koper in een markt is. Investment bankers of underwriters maken gebruik van die monopsonie kracht. Zij onderprijzen de IPO om op die manier aandelen te leveren aan de uitgekozen kopers die regelmatig kopen bij die underwriter of investment banker.

Varshney en Robinson (2004) constateren dat risico-averse underwriters door underpricing ook minder kans hebben dat de IPO mislukt, aangezien underpricing gebruikt wordt om meer mensen te overtuigen om te investeren. Dit zou betekenen dat bedrijven die risicovoller zijn bij de beursgang ook met een grotere underpricing op de publieke markt gebracht worden door de underwriter. Dit werd bevestigd in studies van Reilly en Hatfield (1969), Stoll en Curley (1970) en McDonald en Fisher (1972).

De behoedzaamheid van de underwriters of investment bankers heeft nog andere redenen. Zij gebruiken underpricing om zich in te dekken tegen hun financiële verantwoordelijkheid. De underwriter houdt rekening met de gedragingen van de IPO aandelen na de beursintroduktie om te voorkomen dat de aandelenprijs in de maanden na beursintroduktie zakt onder de uitgifteprijs. De keuze van de IPO-prijs hangt voor de underwriter dus af van een trade-off. Oftewel zet hij de prijs hoog, en ontvangt de underwriter hoge fees, maar verhoogt hij op deze manier ook de kans op het moeten verlenen van prijsondersteuning op het moment dat de aandelenprijs onder de uitgifteprijs zakt. Dit verklaart de conservatieve ingesteldheid van de underwriter (Derrien, 2005).

Ook reputatie van de underwriter kan een invloed hebben op de underpricing. De underpricing geconstateerd op korte termijn blijkt lager te zijn bij een IPO begeleid door gereputeerde underwriters (zie grafiek 1). Dit komt mede doordat de meeste prestigieuze underwriters of investment banks bedrijven begeleiden die groter en meer bekend zijn, en bijgevolg ook minder risicovol zijn dan de kleinere bedrijven (Carter et al., 1998).



Grafiek 1 - (Carter, R., Dark, F., Singh, A., 1998)

Op de horizontale as staat het jaar van beursintroductie. Op de verticale as de initiële returns van de IPO's voor zowel de beursintroducties met een hoog gereputeerde underwriter, als voor de beursintroducties met een laag gereputeerde underwriter aan hun zijde.

Het begrip 'underpricing' als verklaring voor de hoge initiële returns wordt echter niet in alle studies bevestigd. "Men ondervindt namelijk niet dat de prijs te laag gezet wordt. De prijs na de eerste beursdag wordt veel te hoog gestuwd door overoptimistische investeerders" (Ritter, 1991).

2.3.2. Overoptimisme

Hoewel bij de theorie over de underpricing, initiële return en underpricing dezelfde inhoud weergeeft, is bij de marktsentiment hypothese de initiële return een maatstaf voor het overoptimisme bij de uitgifte van de IPO (Ritter, 1991).

2.3.2.1 Behavioural theory: Divergentie van opinie

De reden voor de hoge initiële returns lijkt de onenigheid tussen de investeerders te zijn over de juiste prijs van een aandeel. Deze divergentie van opinie doet prijzen stijgen aangezien het de optimisten zijn die de prijs zetten. Zij zijn bereid een prijs te betalen die de reële marktvaluatie overschrijdt. Hoe meer de mening van de optimisten in verband met een bepaald aandeel verschilt met die van de gemiddelde waardering, zoals al vaak opgemerkt is bij internetbedrijven, des te meer zal het aandeel overgewaardeerd zijn de eerste dagen na de beursgang (Miller, 2000).

De reden voor de grote verschillen in mening is de grote mate van onzekerheid over de toekomst van het IPO-bedrijf. De waarde van de IPO is voor de investeerders moeilijk in te schatten omdat de IPO uiteraard nieuw is op de beurs en er nog onzekerheid is over de beschikbaarheid van alle informatie over de onderneming. Sommige investeerders zullen dus veel optimistischer zijn, anderen dan weer eerder pessimistisch.

De IPO's worden ook geassocieerd met een hoger risico en bijgevolg een hogere return. Dit kan echter leiden tot irrationeel denken, zoals overoptimisme. Investeerders die investeren in IPO's kunnen mogelijk meer speculatief zijn, wat leidt tot een hogere volatiliteit van de prijs (Aggarwal en Rivoli, 1990).

2.3.2.2 'Fads – hypothesis', 'hype-theory' of 'hot market-theory'

Het tijdelijke overoptimisme van investeerders heeft ook zijn invloed op de gehele IPO-markt. Bedrijven willen een beursintroductie uitvoeren wanneer de investeerders in het algemeen een hoge prijs willen betalen en de gemiddelde P/E-ratio of de P/B-value hoog is. Dit doet zich voor wanneer de investeerders de netto actuele waarde van de toekomstige investeringen en groei hoog waarderen. Dan is er sprake van een positief marktsentiment (Ritter, 1991).

Beursgangers maken gebruik van de 'window of opportunity' of wachten dit moment af om een beursintroductie te doen. In deze omstandigheid zijn investeerders heel optimistisch en is de IPO-markt heel actief. Hoe positiever het marktsentiment op het moment van de uitgifte, hoe meer de aandelen van de IPO overprijsd zullen zijn.

Larrain en Urzúa (2013) zien drie belangrijke redenen die aanleiding geven tot de overwaardering van aandelen bij de uitgifte. Ten eerste is de controlerende aandeelhouder beter geïnformeerd dan 'outside investors' of buitenstaanders. De controlerende aandeelhouder beschikt over alle informatie over zijn eigen bedrijf en de omstandigheden waarin het zich bevindt. Als een onderneming om een project te financieren aandelen uitgeeft waarvan de onderneming weet dat die op dat moment overgewaardeerd zijn, zal de onderneming op een goedkope manier het project kunnen financieren. De eigenaar zal zelf niet intekenen op de aandelen aangezien hij weet dat de

aandelen overgewaardeerd zijn. Investeerders betalen te veel, wat in het voordeel is van de controlerend bestaande aandeelhouder. Dit komt overeen met de market timing theory bij IPO's. De eigenaar wacht een gunstig moment af om tot een beursintroductie over te gaan.

Ten tweede zijn sommige externe investeerders naïef over de uitgave, op die manier overschatten ze de waarde van de IPO of ze schatten de bedoelingen van de uitgevers verkeerd in, zoals het verkopen tijdens een 'hot market'.

Ten derde kunnen externe investeerders die de bedoelingen van de uitgifte correct inschatten moeilijk profiteren doordat de arbitrageopportunities beperkt zijn. Ze worden namelijk gelimiteerd in het kopen en verkopen van aandelen. De normale reactie van deze investeerders zou short selling zijn. Maar dit is kostelijk en daarnaast in veel markten verboden. Dat betekent dat in deze markten enkel de positieve sentimenten tot uiting komen op de markt en in de marktprijs (Larrain en Urzúa, 2013)

Volgens Derrien (2005) is ook economisch gezien de invloed van het marktsentiment duidelijk, als in de 3 maanden vooraf aan de beursintroductie de marktindex gestegen is met 1%, doet dit de gemiddelde intekeningen op de IPO stijgen met 20,83%.

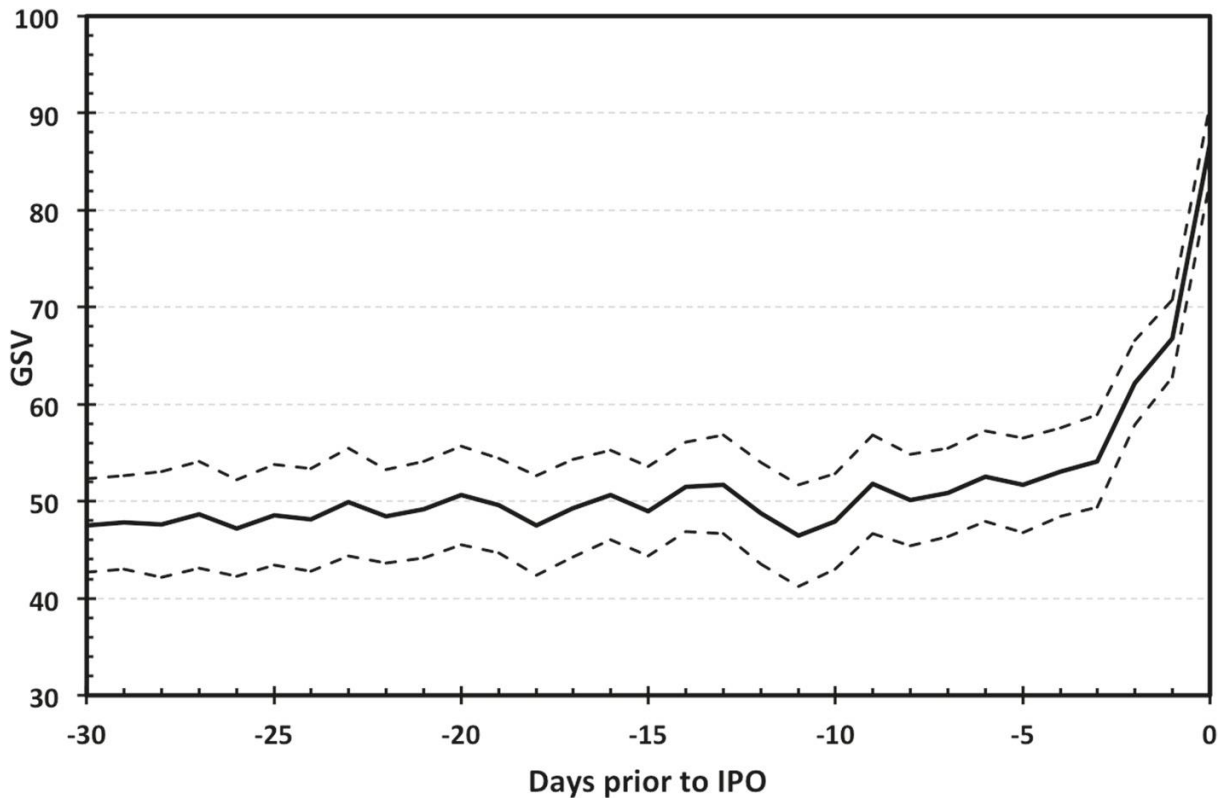
Schultz (2002) brengt wel een aanpassing aan in zijn 'Pseudo market timing theory'. Volgens Schultz is het voor managers van IPO's onmogelijk om de markt te timen. Het is een onafhankelijk mechanisme dat ervoor zorgt dat de meeste IPO's uitgevoerd worden op het moment dat een 'hot market' bereikt is. Doordat er meer IPO's bijkomen zodra de markt in een hausse terechtkomt, impliceert dat tegelijkertijd dat er veel meer IPO's aanwezig zullen zijn op het moment dat het marktsentiment en de marktprijs omslaat. Stel dat de markt nog niet op zijn maximum is, en de prijs blijft stijgen, zouden er steeds meer IPO's bijkomen. We zien dat hierdoor sowieso het grootste aantal IPO's de beurs betreedt op het moment dat de prijs maximaal is. Dit verklaart ook waarom IPO's uit een periode met een 'hot market' slechter presteren in vergelijking met IPO's in periodes met een laag marktsentiment. Belangrijk hierbij is dat deze theorie enkel empirisch bevestigd wordt wanneer alle IPO's gelijk gewogen worden, het geldt dus niet voor calendar time returns. Aangezien bij calendar time returns de returns over verschillende periodes gelijk worden gewogen, tellen de vele IPO's tijdens een 'hot market' verhoudingsgewijs veel minder mee dan de weinige IPO's die gebeuren in een laag marktsentiment.

Ritter en Loughran (1995) ondersteunen deze theorie van Schultz. Of managers bewust de markt timen, kan nagegaan worden aan de hand van 'insider trading'. Stel dat de eigenaars binnenin het bedrijf weten dat ze hun uitgifte doen op het moment dat de markt hun aandeel maximaal waardeert, dan zouden veel meer insiders hun aandelen verkopen bij de IPO. Bedrijven waar de insiders vooral verkopen blijken echter net zoveel te 'underperformen' als de bedrijven waar de insiders aandelen bijkopen. Er is dus geen causaal verband merkbaar tussen de underperformance en de aandelenstroom van de eigenaars binnenin het bedrijf. Eenzelfde conclusie wordt gevonden door Goergen en Renneboog (2007).

Dit wordt echter betwist door Larrain en Urzúa (2013), die ondervinden dat insiders het aandeelhouderspercentage bewust verlagen in 'hot market' periodes door middel van dilutie en er

weldegelijk een abnormale negatieve return uit voortkomt. Dilutie of dilution komt verder uitgebreid aan bod in de aandeelhoudersstructuur.

Naast het algemene marktsentiment zijn er ook verschillende initiële returns naargelang de bedrijfsspecifieke aandacht, hieronder gemeten via de variabele Google search volume. Als we kijken naar de aandacht bij IPO's zien we logischerwijze een stijgende lijn naarmate de uitgifte dichterbij komt (zie grafiek 2).



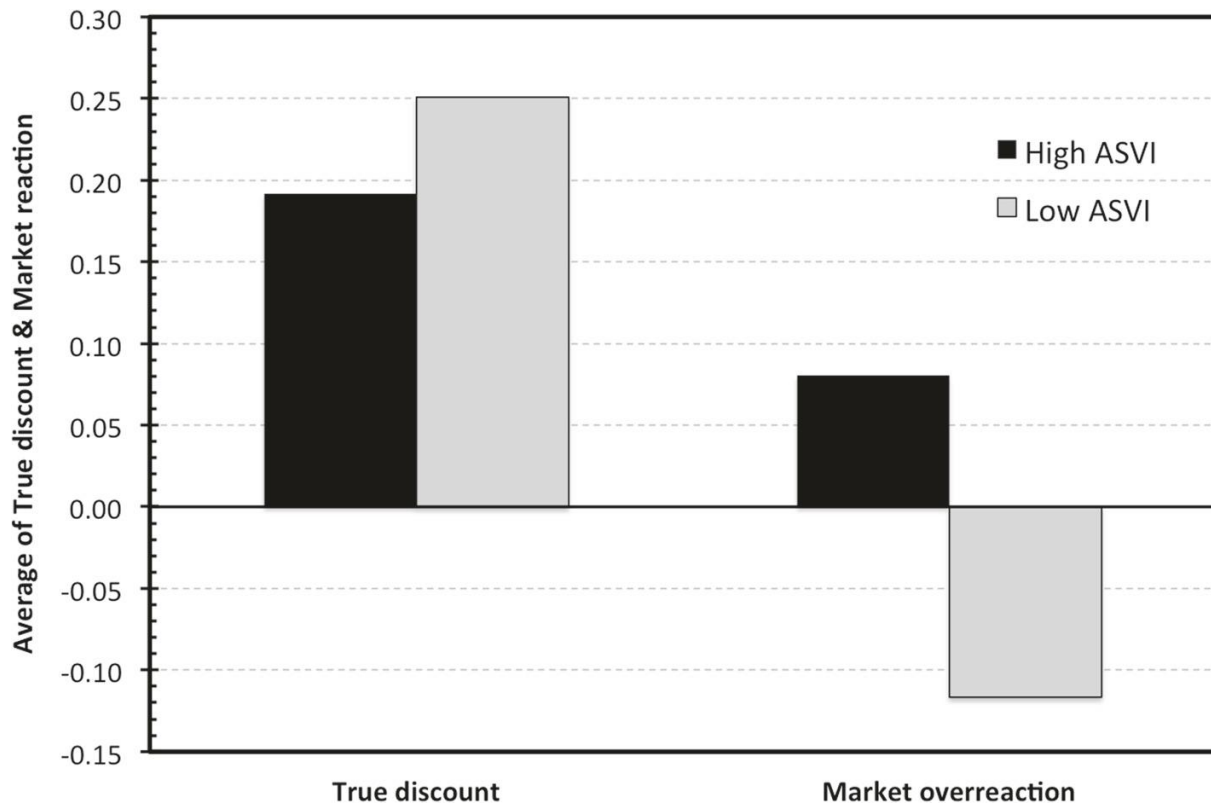
Grafiek 2 - (Vakrman en Kristoufek, 2015)

Vakrman en Kristoufek (2015) maken gebruik van de variabelen 'dagen tot de IPO' en 'GSV'. GSV staat voor google search volume. Deze statistiek wordt als maatstaf gebruikt voor de hoeveelheid aandacht die een specifieke IPO voor de beursintroductie krijgt.

Bedrijven die veel aandacht krijgen, hadden een gemiddelde initiële return van 22,85%, bedrijven met minder aandacht slechts 12,23%. Waaruit we kunnen concluderen dat de hoogte van de investeerdersaandacht een positieve invloed heeft op de initiële returns, deze relatie komt opmerkelijk sterker naar voren in periodes met een positief marktsentiment (Vakrman en Kristoufek, 2015)

2.3.3 Korte termijn return

We hebben de twee hoofddeterminanten van de korte termijn return besproken. Volgens Ma en Tsai (2002) bestaat het begrip korte termijn return zowel uit onderprijzing als overoptimisme, een combinatie van de twee dus. De onderprijzing is de werkelijke korting die de uitgever geeft. Het overoptimisme stelt dan de marktreactie voor (zie grafiek 3).



Grafiek 3 - (Vakrman en Kristoufek, 2015)

Grafiek 3 heeft als variabelen op de horizontale as werkelijke korting en markt overreactie. Met de werkelijke korting wordt de onderprijzing bedoeld, die ten goede komt aan de investeerders. De marktreactie is het overoptimisme of -pessimisme van investeerders in verband met de waarde van de IPO. Op de verticale as staat de mate van onderprijzing en markt overreactie bij een lage- en hoge bedrijfsspecifieke aandacht (low- and high ASVI). ASVI stelt het logaritme van de Google search volume voor.

Naargelang de aandacht (ASVI) voor de IPO ziet men duidelijk de correlatie met de marktreactie. Bij marktsentiment spraken we enkel over overoptimisme, maar investeerders overreageren ook bij IPO's in lage, negatieve sentiment periodes (Vakrman en Kristoufek, 2015).

Dit verklaart ook de bevindingen van de fads-hypothese. IPO's proberen de periodes van negatief sentiment te vermijden en hun IPO zo te timen dat ze hun uitgifte doen op het moment dat het marktsentiment positief is (Vakrman en Kristoufek, 2015). Dit zal ook gevolgen hebben voor de lange termijn return, waar we nu dieper ingaan.

2.4. De lange termijn performantie van de IPO

In vergelijking met het aantal studies naar de onderprijzing bij IPO's is er een veel minder uitgebreide literatuurbasis aanwezig voor de lange termijn performantie van de IPO's. Al de studies vonden negatieve lange termijn returns wanneer de eerste dag return buiten de sample gehouden werd. De lange termijn underperformance wordt meestal gemeten over een periode van 3 jaar.

2.4.1. Link met de korte termijn return

Bij de IPO op korte termijn hebben we overoptimisme van investeerders reeds als belangrijke determinant omschreven, maar overoptimisme heeft ook zijn invloed op de lange termijn performantie.

2.4.1.1. behavioural hypothesis

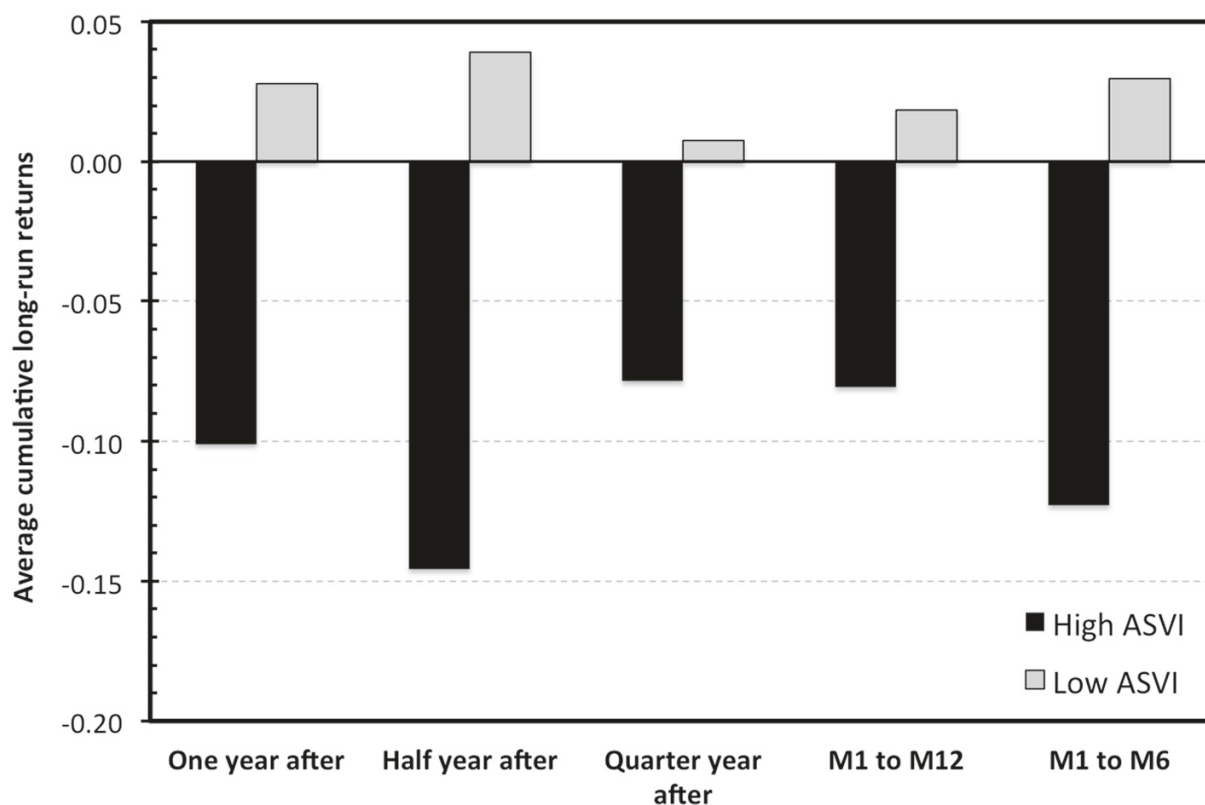
De 'behavioural hypothesis' van Miller beschrijft de daling van de divergentie van opinie als oorzaak van de lange termijn underperformance. Wanneer er meer over de activiteiten van het bedrijf geweten wordt, is het makkelijker te voorspellen wat de toekomstige opbrengsten en dividenden zullen zijn. Dit doet de verschillen in waardering tussen optimistische en pessimistische investeerders dalen. In het begin zijn sommige investeerders nog overenthousiast over bepaalde projecten en deze daalt maar langzaam naarmate de werkelijke cashflows van de projecten van de onderneming naar buiten worden gebracht. Zo komt op lange termijn de waardering meer overeen met die van de gemiddelde investeerder, die dus lager waardeert (Miller, 2000).

2.4.1.2. fads hypothesis

Er is een negatieve relatie tussen het jaarlijkse volume IPO's en de lange termijn performantie van de IPO's. De 'fads hypothesis' houdt in dat bedrijven gebruik maken van een positief marktsentiment om hun IPO uit te voeren, wat als resultaat heeft dat het volume aan IPO's in deze periodes opmerkelijk hoger ligt dan in lage sentiment periodes. Doordat investeerders in deze zogenaamde 'hot market' de IPO's overwaarden, zullen op lange termijn veel IPO's significant lagere returns behalen dan IPO's die niet werden overgewaardeerd bij de uitgifte. Dit komt doordat IPO's uitgevoerd tijdens een 'hot market' niet in staat zijn om de verwachtingen van deze overoptimistische investeerders waar te maken (Ritter, 1991). IPO activiteit en lange termijn underperformance blijkt dus duidelijk gelinkt met de prijs die de publieke investeerders bereid zijn te betalen op het moment van introductie.

2.4.1.3. IPO aandacht

Uit onderstaande grafiek die verschillende tijdsperiodes bevat, kan men afleiden dat de bedrijven waar zeer veel aandacht (ASVI) naartoe gaat tijdens de beursintroductie duidelijk slechter presteren dan de bedrijven die minder aandacht opeisten tijdens de IPO (zie grafiek 4).



Grafiek 4 - (Vakrman en Kristoufek, 2015)

In grafiek 4 maken Vakrman en Kristoufek (2015) een onderscheid tussen lage- en hoge IPO-aandacht door middel ASVI, het logaritme van de google search volume. Op de horizontale as staan achtereenvolgens verschillende periodes (tot 1 jaar) na de beursintroductie. Op de verticale as staan de gemiddelde cumulatieve lange termijn returns voor IPO's met hoge en lage aandacht.

De variabele aandacht (ASVI) geeft duidelijk aan dat de prijs bij bedrijven met hoge initiële returns op lange termijn sterker terugkeert naar de fundamentele waarde. Enkel op een kwart jaar is de variabele niet significant, wat te verklaren valt doordat die periode te kort is om terug te keren naar hun lange termijn niveau. Deze terugkeer komt voor bij bedrijven die naar de beurs trekken in periodes met een positief sentiment en een abnormaal hoge aandacht, zoals we gezien hebben bij de fads-hypothese.

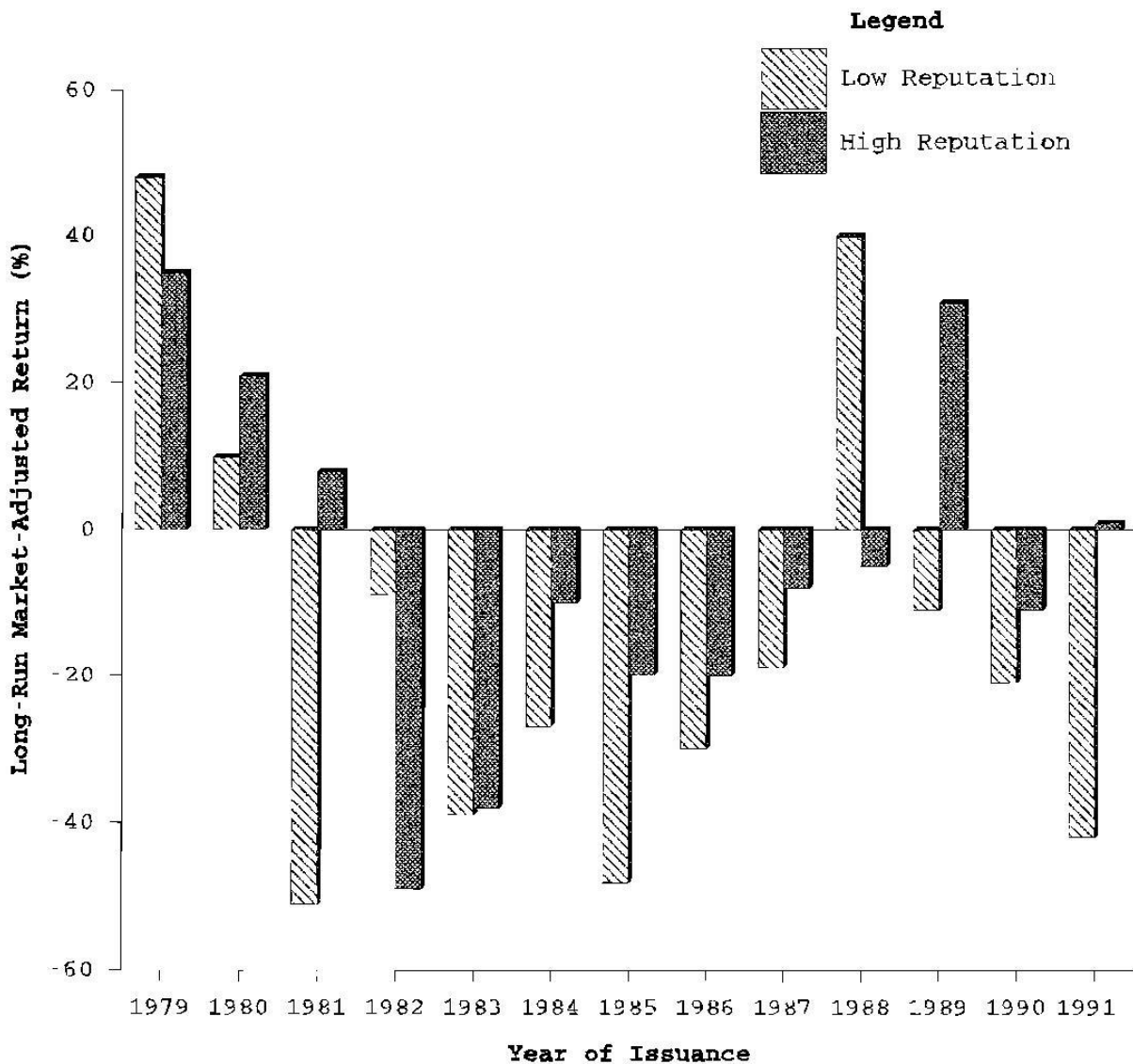
Ritter (1984) bevestigt de invloed van de 'hot market theory' op lange termijn. Er is sprake van een initiële bubbel in de handel van de IPO-aandelen, met hoge returns. Met als gevolg dat na deze initiële return de IPO ondermaats presteert in vergelijking met de marktindex.

2.4.2. Underwriter

Zoals reeds vermeld, wordt als een bedrijf beslist tot een beursgang over te gaan vaak gebruik gemaakt van de expertise van een 'underwriter'. Die helpt de onderneming om de overgang naar de beurs vlot te laten verlopen en bepaalt gedeeltelijk hoe succesvol de IPO is. Zoals hierboven weergegeven, blijkt dat op korte termijn IPO's met gereputeerde underwriters een lagere underpricing vertonen.

Op de lange termijn geeft de underwriter zelf ook wat info prijs over de kwaliteit van de IPO. De kosten die de underwriter aanrekent aan het bedrijf is een determinant van performantie. Underwriters kunnen de kwaliteit van een IPO inschatten en bepalen op basis daarvan hun 'underwriting costs'. Hoe hoger deze kosten dus zijn, hoe lager de kwaliteit van de IPO wordt geschat door de underwriter en hoe slechter de lange termijn prestaties (Carter, R., Dark, F., Singh, A., 1998).

Volgens Carter (1998) en Su en Bangassa (2011) presteren bedrijven die met gereputeerde underwriters werken beter op lange termijn in vergelijking met bedrijven met minder ervaren underwriters (zie grafiek 5). De underwriter krijgt meer aanzien naarmate men meer IPO's begeleid heeft en een grotere kapitalisatie naar de beurs heeft gebracht.



Grafiek 5 - (Carter, R., Dark, F., Singh, A., 1998)

Grafiek 5 vergelijkt de lange termijn returns (verticale as) van IPO's begeleid door onderwriters met een hoge- en lage reputatie over een periode van 13 jaar. De mediaan Carter-Manaster reputatie rang van acht werd gebruikt om de goed- en slecht gereputeerde onderwriters van elkaar te onderscheiden. De resultaten voor de Carter-Manaster variabele zijn significant op 1% significantieniveau.

Wanneer men echter de IPO's die begeleid worden door prestigieuze onderwriters vergelijkt met beursintroducties van minder gereputeerde onderwriters die een gelijke book-to-market value en grootte hebben, verkleint de gevonden underperformance aanzienlijk. Dit kan verklaard worden doordat gereputeerde onderwriters veel meer IPO's met een grote kapitalisatie naar de beurs brengen in vergelijking met minder bekende onderwriters. Dit zou kunnen betekenen dat niet alleen de underwriter, maar ook de grootte van de IPO's die prestigieuze en minder prestigieuze onderwriters op de beurs brengen, geassocieerd is met de lange termijn underperformance (Carter et al., 1998).

2.4.3. Grootte en Book-to-market value

Bij de invloed van underwriters suggereerden we al de mogelijke invloed van de grootte van de IPO op de lange termijn performantie. Dit wordt bevestigd door Brav en Gompers (2007) en Ritter (1991). De grootte en de book to market value van een bedrijf op het moment van de IPO zijn sterk positief gecorreleerd met de performantie op lange termijn.

Er is namelijk een duidelijk verschil merkbaar tussen de 'value weighted' returns en de 'equally weighted' returns. De value weighted returns zijn hoger dan de equally weighted returns bij IPO's. Aangezien bij 'equally weighted' elk bedrijf gelijk wordt gewogen en bij 'value weighted' elk bedrijf gewogen wordt op basis van zijn eigen kapitalisatie, kunnen we concluderen dat bedrijven met een grotere kapitalisatie beter presteren dan kleinere bedrijven. Wanneer returns value weighted zijn zien we dat de underperformance van IPO's afneemt. IPO underperformance wordt dus vooral gedreven door de IPO's die behoren tot de kleinste 10% op gebied van kapitalisatie. Maar liefst 50% van de IPO's zonder VC bevinden zich in dit kleinste deciel (Brav en Gompers, 2007).

Wanneer als benchmark de beursbedrijven met gelijke grootte en book-to-market value als die van de IPO's genomen worden, zien we dat de underperformance niet specifiek voor IPO's geldt. Beursbedrijven met een gelijkaardige grootte en book-to-market value als IPO's, realiseren geen significant verschillende returns ten opzichte van IPO's. De lange termijn underperformance is volgens deze theorie dus te wijten aan de kleine bedrijven die een lage book-to-market-value hebben (Brav en Gompers, 1997); (Ritter en Welch, 2002); (Miller, 2000).

2.4.4. Mismeasurement

Ook de manier waarop een onderzoek uitgevoerd wordt en de toegepaste methodes, hebben invloed op de gevonden underperformance. Een mogelijk probleem is de correlatie van returns uit de sample. Om deze correlatie van de buy- en hold returns in event time te voorkomen, kan men gebruik maken van calendar time returns. Bij event-time wordt iedere IPO apart opgenomen en weegt iedere IPO gelijk. Bij calendar-time worden de IPO's over een bepaalde periode samengebracht waarbij elke periode een gelijk gewicht meekrijgt. Maar dit heeft als consequentie dat IPO's die uitgegeven zijn tijdens lage IPO-activiteit gelijk worden gewaardeerd met de IPO's uitgegeven bij hoge IPO-activiteit. Aangezien IPO's uitgevoerd tijdens hoge activiteit duidelijk slechter presteren dan de andere IPO's, is deze underperformance veel meer zichtbaar bij event-time dan dat bij calendar-time (Brav en Gompers, 1997).

De verklaring wordt uitgebreid onderzocht door Espenlaub et al. (1999). Door crosscorrelatie (onderlinge correlaties) van returns worden t-statistieken overgewaardeerd en bijgevolg verworpen bij event-time. Schultz (2011) bevestigt dat er veel meer abnormale returns aanwezig zijn bij event time returns in vergelijking met calendar time returns.

Bedrijven die veel gelijkaardige kenmerken hebben, zoals hun industrie, zullen ook in calendar time een hoge correlatie van returns hebben. Er is dan sprake van 'time series' correlatie. De 'wealth relatives', dit zijn de returns plus één, zijn duidelijk gelijk opgaand tussen de verschillende IPO's in de jaarlijkse 'calendar time cohorts', waarin de returns van de IPO's uitgegeven in één volledig jaar

worden vergeleken met de IPO's uit de aparte jaren erna. Zoals grafiek 6 illustreert, zijn er vier opeenvolgende jaren of cohorten opgenomen waarbij een duidelijke correlatie zichtbaar is. Op de horizontale as staat de variabele tijd waarin de IPO cohorten zich bewegen. De verticale as geeft de cumulatieve wealth relatives weer voor de IPO cohorten van 1 jaar (Brav en Gompers, 1997).

The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings 1805

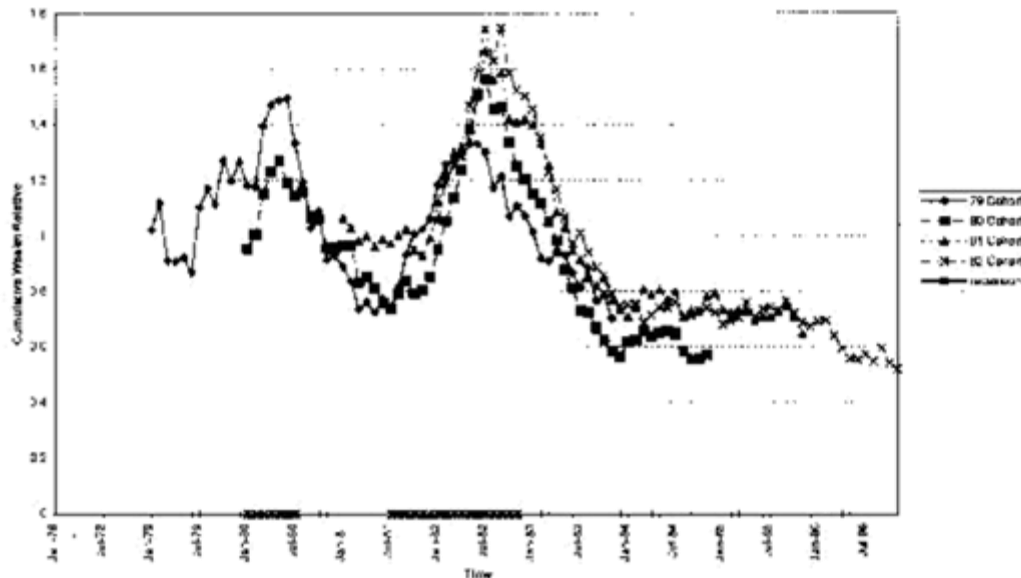


Figure 1. Time series of wealth relatives for selected venture-backed initial public offering (IPO) yearly cohorts. The sample is all venture-backed IPOs from 1979 through 1982. Performance of the portfolio of IPO firms is compared to the Nasdaq composite benchmark. The cumulative wealth relative from issue date through the calendar month is plotted by taking the ratio of one plus the equal weighted buy-and-hold return for the portfolio of issuing firms in a cohort year starting from the beginning of the cohort year up to the given month divided by one plus the compounded Nasdaq return over the same time period.

Grafiek 6 - (Brav en Gompers, 1997)

Maar het zijn niet enkel de verschillende maatstaven van returns die verschillende resultaten kunnen opleveren. Ritter en Welch (2002) valt het op dat de periode van de sample en de selectiecriteria van deze sample een belangrijke invloed hebben op de resultaten en de gevonden underperformance. Een voorbeeld hiervan is de internet bubbel van 1999. De enorme daling van de markt zorgde ervoor dat een portfolio van IPO's positief werd gewaardeerd met een overperformantie van 0,62% per maand terwijl de portfolio van IPO's een gemiddelde maandelijkse return realiseerde van -3,55%.

2.5. De aandeelhoudersstructuur

Aandeelhouders kunnen op verschillende manieren het beleid en de prestaties van de onderneming in positieve of negatieve zin beïnvloeden. Allereerst beschrijven we de aandeelhoudersstructuur. De samenwerking tussen verschillende aandeelhoudersgroepen binnen een onderneming kan tot conflicten leiden. Aandeelhouders hebben namelijk verschillende verwachtingen en prioriteiten waaraan de onderneming zou moeten voldoen. Daarna bespreken we de mogelijke invloed van de verschillende eigenaarstypes apart en verklaren hun mogelijke invloed op de lange- en korte termijn returns. De kenmerken van de desbetreffende aandeelhouder en het aandeelhouderschap dat deze individuele aandeelhouder aanhoudt, kan een signaal vormen voor geïnteresseerde investeerders. We zullen nu de beschikbare literatuur over de verschillende aandeelhouders en de aandeelhoudersstructuur bespreken en trachten de invloed op de korte- en lange termijn prestaties weer te geven.

2.5.1. Agency Theory

2.5.1.1. Agency conflicten

In de Agency theory is al gebleken dat de aandeelhoudersstructuur een belangrijke invloed kan hebben op het succes van een bedrijf. Zo kunnen er agency conflicten ontstaan waarbij de aandeelhoudersstructuur invloed heeft op het succes om deze conflicten te voorkomen of op te lossen.

Er zijn verschillende conflicten die zich kunnen manifesteren. Ten eerste is er het conflict tussen minderheidsaandeelhouders en meerderheidsaandeelhouders. Er zou een situatie kunnen ontstaan waarbij de meerderheidsaandeelhouders van hun zeggenschap gebruik maken om beslissingen te nemen die minderheidsaandeelhouders benadelen. Dit is de uitbuiting van de minderheidsaandeelhouder. Dit kan zich voordoen wanneer de cash flow rechten van de controlerende aandeelhouder veel lager zijn dan het controlepercentage dat hij aanhoudt. (Claessens et al, 1999).

Een ander mogelijk conflict is dit tussen managers en aandeelhouders, het principaal-agent probleem. Managers moeten handelen in het belang van de onderneming en zijn aandeelhouders. Bij managers is er echter sprake van moral hazard als ze niet meer volledig handelen in het belang van de aandeelhouders. De managers kunnen handelen in eigenbelang door de informatieasymmetrie die aanwezig is tussen de insiders en de 'outside investors' of buitenstaanders. In bedrijven zonder grote externe aandeelhouders zouden de managers meer mogelijkheden hebben om hun eigenbelang na te streven door het free-rider probleem. De individuele aandeelhouders hebben een klein percentage van de aandelen waardoor niemand de kosten op zich wil nemen om de managers te controleren (Eisenhardt, 1989)

Daar tegenover staat de theorie van corporate control, die stelt dat als de aandeelhouders het management niet voldoende controleert, het de markt is die de managers zal controleren. Als het bedrijf slecht presteert, kan dit tot vijandige overnames leiden.

In het geval dat er grote aandeelhouders aanwezig zijn, kunnen zij druk uitoefenen op het management. Doordat ze een voldoende groot aandeelpercentage bezitten, hebben ze ook de incentive om controle uit te oefenen. Op die manier zorgen ze ervoor dat de managers volledig de belangen van de onderneming behartigen (Goergen en Renneboog, 2007).

De aanwezigheid van grote aandeelhoudersblokken die hun aandelen bijhouden na IPO, verlaagt het risico op adverse selectie voor investeerders. Grote controlerende aandeelhouders hebben de stimulans om managers te monitoren omdat zij een groot belang hebben in de onderneming. Adverse selectie kan ontstaan door asymmetrische informatie tussen investeerders en managers. Managers geven mogelijk niet alle informatie over de onderneming, wat de waardering voor geïnteresseerde investeerders moeilijk maakt. Investeerders die in een IPO willen investeren, beschikken al over minder publieke informatie. Er is weinig historische informatie over winsten, verkopen en cash flows, wat het moeilijk maakt om betrouwbare toekomstige schattingen van de groei te verkrijgen. Wanneer er grote aandeelhoudersblokken aanwezig zijn die de stimulans hebben om de managers te controleren, kan de informatieasymmetrie beperkt worden en is er meer zekerheid over de juiste prijs van het aandeel. Adverse selectie bij investeerders wordt op deze manier vermeden (Brav en Gompers, 2003).

2.5.1.2. Institutionele verschillen

Er zijn heel wat institutionele verschillen tussen landen die op die manier agency conflicten en IPO-prestaties op een verschillende manier kunnen beïnvloeden. Zo zijn er verschillen in de aandeelhoudersstructuur per land. Een studie uitgevoerd door Burton et al. (2010) in Frankrijk en Engeland bestudeert de link tussen de lange termijn prestaties van IPO's en de aandeelhoudersstructuur.

Volgens Burton (2010) zijn de prestaties van de IPO's afhankelijk van de institutionele kenmerken van een land of van het rechtssysteem. Sommige aandeelhouders en aandeelhoudersstructuren komen beter tot hun recht in een bepaald systeem en zijn daar dus van grotere toegevoegde waarde dan eenzelfde aandeelhouder in een bedrijf die zich in een ander land of institutie bevindt. In Engeland (en andere Angelsaksische landen) is het aandeelhouderschap meer gediversifieerd, terwijl in Frankrijk (en in veel andere continentaal Europese landen) het aandeelhouderschap veel geconcentreerder is. De reden voor dit verschil kan verklaard worden door de verschillende rechtssystemen. In Engeland is sprake van Common Law, terwijl men in continentaal Europa Civil Law hanteert. Burton (2010) stelt dat common law Engelse aandeelhouders toelaat procentueel minder eigenaar te zijn alvorens ze druk kunnen uitoefenen op het management. Dit komt doordat in common law meer mogelijkheden zijn om het slechte beleid, de uitbuiting van de minderheidsaandeelhouders of het handelen in eigenbelang aan te klagen. In landen met Civil Law rekenen ze meer op het netwerk en de onderlinge relaties om de bestuurders en managers te controleren (Burton et al., 2010).

Block-holders in Engeland hebben dus minder procentueel eigenaarschap nodig om agency conflicten te voorkomen bij IPO's. Minderheidsaandeelhouders beschikken over meer legale bescherming, of kunnen contracten opstellen om de conflicten te beperken. De voordelen die

geconcentreerd aandeelhouderschap bieden om agency conflicten te voorkomen, komen beter tot hun recht in landen met Civil Law dan in landen met Common Law .

Vandaar ook dat de positieve relatie tussen geconcentreerd eigenaarschap en prestaties van de IPO extra tot zijn recht komt in de continentaal Europese landen. Er is daar minder legale bescherming voor minderheidsaandeelhouders dan in het Verenigd Koninkrijk het geval is. Hierdoor proberen investeerders in continentaal Europa een groter aandeelhouderpercentage te bereiken om agency conflicten te vermijden. Geconcentreerd aandeelhouderschap heeft dan weer als nadeel dat het tot conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders kan leiden. In Common Law landen, is geconcentreerd aandeelhouderschap niet noodzakelijk aangezien de institutionele kenmerken genoeg mogelijkheden en voorzieningen laten om de agency conflicten te vermijden of op te lossen.

2.5.2. Private equity investeerders

2.5.2.1. Venture capitalists

2.5.2.1.1. Definitie: Wie is de VC?

Venture capitalists zijn gespecialiseerd in het investeren in startups of snel groeiende bedrijven. Wanneer interessante startups gevonden worden, investeert de VC een deel van het venture capital fonds in de onderneming. Ze geven zowel financiële ondersteuning als advies. Soms wordt ook de managementstructuur verzorgd door de VC. VC's kunnen dus verschillende belangen hebben in de onderneming, die van de bestuurder, maar ook die van de vertegenwoordiging van hun VC-fonds. Er wordt vanuit het fonds vaak druk gezet op de VC om op korte termijn resultaten te boeken. VC's zijn dus relatief korte termijn investeerders, die hun winst willen gerealiseerd zien. Het geld dat hieruit vrijkomt kan dan gebruikt worden om nieuwe investeringen mee te financieren. Met het binnenhalen van de winst willen de VC's hun reputatie verhogen, zodat ze in de toekomst nog meer geld van investeerders aan hun fonds krijgen toegewezen.

2.5.2.1.2. VC invloed op IPO performantie op de korte termijn

VC's hebben een bepaalde reputatie, naarmate ze veel IPO's succesvol naar de beurs begeleid hebben, stijgt hun reputatie. Daardoor kan een VC voor investeerders een signaal zijn dat de IPO over voldoende kwaliteiten beschikt om erin te investeren. De VC monitort de IPO en kan daardoor agency problemen voorkomen en onderprijzing verminderen.

Veel van het onderzoek rondom "VC backed" IPO's zijn uitgevoerd in Amerika. Daar rapporteerden onderzoekers een hoog monitoringeffect van VC's, aanwezigheid in het bestuur en toegevoegde expertise. Ook hebben VC's een korte tijdshorizon en een duidelijke exit strategie. Maar de VC in Amerika is zeer verschillend met die Europa. In Europa zijn VC's die vroeg investeren en VC backed IPO's veel minder belangrijk dan in Amerika (Burton et al., 2010). Amerika en Engeland hebben VC's die meer monitoring doen op basis van formele afspraken dan in continentaal Europa. Door de institutionele verschillen ondervindt Burton (2010) dat VC's in Amerika een positief effect hebben op de IPO prestaties en in continentaal Europese landen een negatief effect.

Burton et al. (2010) verklaart dit negatief effect van VC's aan de hand van de 'grandstanding-theory'. Grandstanding gaat ervan uit dat VC's grotere underpricing toelaten bij de beursintroductie. Ze nemen het bedrijf naar de publieke markt als exit-strategie om zo snel mogelijk de winsten te realiseren voor de investeerders in hun fonds. Op die manier kunnen ze het geld in een ander bedrijf investeren, verhogen ze hun reputatie door hun uitgebreide 'track record' en trekken ze meer kapitaal aan van investeerders voor toekomstige investeringen. Volgens de grandstanding hypothese zal door de exit de VC ook minder aandacht gaan besteden aan de monitoring van het bedrijf eens de IPO uitgevoerd is, aangezien ze op korte termijn het bedrijf willen verlaten.

Maar als VC's op deze manier grotere underpricing zouden toelaten, zou dit betekenen dat ze aan een lagere prijs uit de onderneming stappen, en daarmee hunzelf en de investeerders in het VC-fonds benadelen. De VC heeft er dus eerder baat bij hebben om de onderneming te monitoren en de onderprijsing te beperken tot op het moment dat de exit een feit is.

2.5.2.1.3. VC invloed op IPO performantie op de lange termijn

Wanneer de venture capitalist voor een langere tijd na de IPO in de onderneming blijft, ondervinden Brav en Gompers (1997) dat venture backed IPO's beter presteren dan bedrijven die geen steun hebben van venture capitalists.

VC's zoeken veelbelovende bedrijven met veel groeicapaciteit en een goed management team. Wanneer ze interesse hebben in een jong bedrijf dan proberen ze het bedrijf zo goed mogelijk te screenen en alle informatie van de initiële eigenaars te krijgen. Contracten zijn ook zo opgesteld dat transparantie en zeggenschap over de onderneming wordt geëist, en er zo weinig mogelijk tot geen informatieasymmetrie meer aanwezig is tussen de VC en de initiële eigenaars. Informatieasymmetrie zorgt voor onzekerheid over de juiste prijs van een aandeel en ontstaat wanneer investeerders niet over dezelfde informatie beschikken als de insiders van het IPO-bedrijf (Chahine en Filatotchev, 2008).

Eenmaal op de beurs kan het bedrijf door middel van het venture capital netwerk ook meer professionele investeerders aantrekken. De institutionele investeerders zijn dan ook de belangrijkste investeerders in de zogenaamde 'venture funds'. De VC wil zijn return maximaliseren, wat overeen komt met het doel van de investeerders in het fonds. Dit maakt dat institutionele investeerders mogelijk een hogere prijs willen betalen voor een aandeel naargelang een VC meer aandeel heeft in een onderneming. De institutionele investeerders die de VC inbrengt hebben ook veel meer informatie ter beschikking dan gewone, individuele beleggers. Dit zorgt ervoor dat bedrijven met VC veel minder informatieasymmetrie ervaren (Brav en Gompers, 1997).

De aanwezigheid van de VC zorgt op lange termijn ervoor dat IPO's met VC duidelijk beter presteren dan de IPO's zonder VC. Wanneer beiden worden vergeleken met de index als benchmark, is er een duidelijke onderperformance aanwezig bij IPO's zonder VC. De wealth relative (de gerealiseerde abnormale return ten opzichte van de benchmark + 1) bij IPO's met VC is 0,97 over 5 jaar wat een zeer kleine onderprestatie betekent. Bij IPO's zonder VC is dit echter 0,79, wat een duidelijke onderprestatie weergeeft (Brav & Gompers, 1997).

VC backed IPO's vertonen dus geen significante abnormale lange termijn returns, IPO's zonder VC hebben zoals verwacht een negatieve abnormale lange termijn return.

2.5.2.1.4. venture capitalist gelinkt met underwriters

IPO's waarbij de VC en de underwriter met elkaar verbonden zijn, ervaren een lagere underpricing of hogere prijszetting in vergelijking met IPO's waarbij de VC niet verbonden is of waar geen VC aanwezig is. De prestatie op de beurs gedurende 1 jaar zijn hoger bij IPO's met een VC aangesloten aan de underwriter. Deze 'affiliated VC's', en in het bijzonder die aangesloten zijn met prestigieuze underwriters vertonen hogere buy-and-hold abnormale returns op lange termijn. Prestigieuze underwriters verhogen de effectiviteit van de screening en monitoring rol van de aangesloten VC. Doordat de underwriter ofwel investment bank gelinkt is aan het VC bedrijf, krijgt de VC ook een extra incentive om het goed te doen voor de underwriter en zijn de belangen voor beide partijen gelijklopend. De uitgever kan meer geld binnenhalen uit de beursgang door de lagere underpricing. De investeerders profiteren van betere lange termijn returns. Terwijl het succesvolle IPO-proces de reputatie en de opbrengsten voor de underwriter verhoogt (Chahine en Filatotchev, 2008).

Voor de VC is de reputatie ook van belang voor de returns die ze kunnen verdienen. Als een VC erin geslaagd is reeds veel bedrijven succesvol op de beurs te brengen, zullen investeerders ook veel meer vertrouwen hebben in de VC en de onderneming die hij ondersteunt. Dit leidt tot een betere prijsbepaling, en een lagere initiële return door de underpricing te beperken (Brav en Gompers, 2008) (Chahine en Filatotchev, 2008).

Loughran en Ritter (2004) zien ook bepaalde akkoorden ontstaan tussen de twee partijen. De VC staat een hogere underpricing toe in ruil voor de verkoop van aandelen aan de underwriter of een langere prijsondersteuning van de underwriter. Gompers en Lerner (1998) ondervinden echter dat eventuele conflicten tussen de VC en underwriter ook een verslechtering van de lange termijn prestaties van de IPO kan veroorzaken.

2.5.2.2. Business angels

2.5.2.2.1. Definitie: Wie is de BA?

In vergelijking met VC's zijn BA's informeler. BA's gaan uit van een persoonlijke en relationele samenwerking. De BA investeert in de onderneming vanwege zijn vertrouwen in de ondernemer en zijn bedrijf.

BA's zijn investeerders met wat meer geduld dan VC's. Doordat ze hun eigen geld gebruiken, staan ze niet onder druk van anderen om snel winsten te realiseren. Ze zijn daardoor meer gericht op de lange termijn en zullen na de IPO meer monitoring doen dan VC's, die vooral belang hebben bij de monitoring in de periode tot aan de beursgang. Het feit dat BA's ervaren (ex-) ondernemers zijn, is een signaal voor andere investeerders dat er toekomst in het bedrijf zit. De BA helpt en adviseert actief, wat maakt dat ze gediend zijn met een minder formeel institutioneel netwerk, zoals het geval is bij Civil Law. Toch zijn er in Engeland veel meer BA's aanwezig dan in veel continentaal

Europese landen. Dit komt doordat er in Engeland een veel uitgebreider BA-netwerk ontwikkeld is (Burton et al, 2010).

2.5.2.2.2. IPO performantie

In vergelijking met andere aandeelhouders, is er over de business angel zeer weinig informatie met betrekking tot de lange termijn prestaties van de IPO. Een mogelijke reden hiervoor is het feit dat de BA een informele aandeelhouder is. Ze presenteren zichzelf vaak niet als officiële business angel, en zijn dus zeer moeilijk herkenbaar. Dit maakt het moeilijk om een juist beeld te krijgen over de exacte percentages aangehouden door BA's (Kemps, 2013).

Maar het signaaleffect doet vermoeden dat de aanwezigheid van een ervaren business angel de lange termijn prestaties van de IPO's ten goede komt.

2.5.3. De initiële eigenaars of oprichters

2.5.3.1. Definitie: Wie zijn de insiders?

De insiders van de onderneming zijn de initiële oprichters en het management dat aandelen heeft in de onderneming. Zij hebben samen de controle over de onderneming. Het percentage aandelen dat de insiders houden na de beursgang kan van invloed zijn op de lange termijn performantie (Sur en Martens, 2013).

2.5.3.2. Dilution

Het percentage dat insiders behouden na de IPO (retained ownership) is heel belangrijk. Het is één van de belangrijkste beslissingen die managers en eigenaars van een bedrijf moeten nemen aldus Burton (Burton et al, 2010).

Larrain en Urzúa (2013) onderzochten de invloed van 'dilution' of verwatering van de grootste aandeelhouder bij aandelenuitgiftes op de lange termijn prestaties van de onderneming. Het onderzoek onderzocht echter niet de verwatering bij een initial public offering, maar wel bij secondary equity offerings. Niettemin kan dit onderzoek een indicatie zijn voor de mogelijke invloed van verwatering op lange termijn IPO-prestaties.

Als de onderneming aandelen uitgeeft, kan de grote aandeelhouder zijn eigenaarschap behouden of aanpassen, afhankelijk van hoeveel nieuwe aandelen hij onderschrijft. Volgens Larrain en Urzúa (2013) is de underperformance groter wanneer het aandeelpercentage van de grote aandeelhouder in de onderneming stevig vermindert na de uitgifte. Zoals we bij de institutionele verschillen gezien hebben, zijn er in continentaal Europa veel bedrijven waar een grote controlerende aandeelhouder gangbaar is. Er wordt van een controlerende aandeelhouder uitgegaan vanaf een controlepercentage van 20% (Larrain en Urzúa, 2013).

Ownership retention, de hoeveelheid aandelen de eigenaar na IPO bijhoudt, heeft een signaaleffect. Het zou onlogisch zijn dat een grote controlerende aandeelhouder zijn aandeel in zijn onderneming sterk vermindert als hij weet dat het bedrijf een mooie toekomst heeft en nog kan groeien. Enkel diversificatie van de aandelenportfolie kan voor de controlerende aandeelhouder een reden tot verkoop zijn. Vandaar dat een significante vermindering (>5%) van het eigenaarschap bij de controlerende aandeelhouder een negatieve invloed heeft op het vertrouwen van de investeerders en de returns op lange termijn (Larrain en Urzúa, 2013).

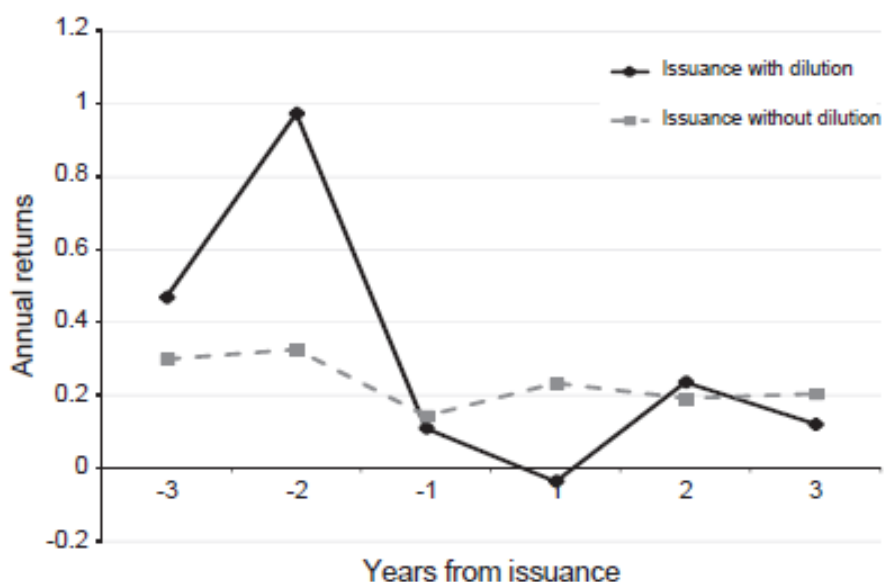
De drijfveer van de slechte returns zijn de aandeelhouders die procentueel hun aandeelhouderschap sterk verminderen (>5%). Deze uitgiftes hebben een maandelijkse gemiddelde return van 0,81%. Uitgiftes waar de controlerende aandeelhouder zijn aandelen percentage behoudt, realiseren een maandelijkse gemiddelde return van 2,31% (zie tabel 1). Onderperformantie is dus sterker aanwezig bij bedrijven waarvan de uitgevers hun aandeelhouderpercentage verkleinen, zeker als ze ook geen institutionele investeerders hebben (Larrain en Urzúa, 2013).

Portfolios	Average return (t-statistic)
Monthly returns	
Portfolio (1)—SCS decreases by more than 5%	0.81% (1.37)
Portfolio (2)—SCS decreases between 0% and 5%	2.16% (3.15)
Portfolio (3)—SCS does not change	2.31% (4.38)
Portfolio (4)—SCS increases between 0% and 5%	2.10% (4.01)
Portfolio (5)—SCS increases by more than 5%	1.90% (2.43)
Portfolio (6)—No Issuance	2.46% (6.06)

Tabel 1 - (Larrain en Urzúa., 2013)

In tabel 1 zie je de gemiddelde maandelijkse return voor elk soort uitgifte, zowel voor een daling van het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder als voor een stijging van het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder.

Dilution van de controlerende aandeelhouder wordt vaak vooraf gegaan door hoge returns en een hoge liquiditeit, wat typisch is voor overwaardering (zie grafiek 7) en een bevestiging is van de market timing hypothese. De negatieve invloed van een daling van het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder is dus groter in periodes van 'hot market'. Dilution wordt ook gevolgd door een lagere winstgevendheid, wat ook kan verklaren waarom de overwaardering uiteindelijk wegebt (Larrain en Urzúa, 2013).



Grafiek 7 - (Larrain en Urzúa, 2013)

De kapitalisatie en de grootte van het eigenaarschap van de controlerende aandeelhouder bij de uitgifte heeft geen duidelijke correlatie met de verandering van het aandelenpercentage van de

controleerende aandeelhouders. Zowel bij grote als kleine uitgiftes heeft een daling van het aandeel van de controleerende aandeelhouder een negatieve invloed op de lange termijn prestaties. Hetzelfde geldt voor het controlepercentage van de controleerende aandeelhouder (Larrain en Urzúa, 2013).

Een kleine daling (minder dan 5 %) blijkt dan weer geen significante negatieve invloed te hebben op de returns na uitgifte. Ook een substantiële stijging (> 5%) van het aandeel van de controleerende aandeelhouder heeft geen significante stijging van de returns als gevolg.

Er is geen underperformance wanneer de grootste aandeelhouder oude aandelen verkoopt bij block sales. Bij block sales is de kans op overwaardering ook kleiner. De investeerders geïnteresseerd in de block sale zijn kapitaalkrachtiger, hebben meer kennis van zaken en zijn dus moeilijk te misleiden. Daarnaast scheidt de controleerende aandeelhouder met een block sale ook meer duidelijkheid over wat zijn plannen zijn. Hij geeft zo een duidelijk signaal (Larrain en Urzúa., 2013).

In tabel 2 zien we dat goede marktcondities zeer belangrijk zijn in de verklaring van de shareholder dilution. Onder stock market variables bij 'Issuance' (1) staan de regressiecoëfficiënten van de stock return (-0,042), de turnover (0,569), de market return (0,091) en de market turnover (0,113) van gewone uitgiftes. Onder de uitgiftes met 5% daling van het aandeel van de controleerende aandeelhouder (2) staan opnieuw de regressiecoëfficiënten van de stock return (0,312), de turnover (0,964), de market return (0,435) en de market turnover (3.552). Opmerkelijk is dat bij de uitgiftes met een 5% daling van het controleerende aandeelhouderschap de regressiecoëfficiënten hoger en significant zijn op 5% significantieniveau (**). De market return coëfficiënt is ook hoger, maar is geen significante verklarende variabele voor de IPO's met meer dan 5% dalend aandeelhouderschap van de controleerende aandeelhouder. De turnover coëfficiënten zijn bij een 5%-daling van het aandeel van de controleerende aandeelhouder significant omdat een hoge liquiditeit een belangrijk kenmerk is van een 'hot market' (Larrain en Urzúa, 2013).

Hieruit kunnen we afleiden dat de controleerende eigenaar veel meer geneigd is een groot deel (groter dan 5%) van zijn aandeelhouderschap op te geven als de markt zich op dat moment in een hot market bevindt en er veel aandelen verhandeld worden (hoge turnover). Hetzelfde geldt voor de verklarende variabele stock return, een positieve return voorafgaand aan een uitgifte zet de controleerende aandeelhouder aan om een groter gedeelte van zijn aandeelhouderschap op te geven. We concluderen dat positieve marktcondities een zeer verklarende factor zijn voor de uitgiftes met een 5%-daling van het belang van de controleerende aandeelhouder.

Independent variables	Issuance	Issuance with decrease in the SCS >5%
	(1)	(2)
Firm characteristics at $t-1$:		
ROE	-0.237 (0.269)	-0.211 (0.276)
Log book assets	0.011 (0.039)	-0.090* (0.054)
Leverage	0.678* (0.374)	0.367 (0.381)
Stock market variables at $t-1$:		
Stock return	-0.042 (0.096)	0.312** (0.139)
Turnover	0.569 (0.360)	0.964*** (0.339)
Idiosyncratic volatility	0.270 (0.179)	0.455* (0.272)
BM	-0.023 (0.079)	0.181* (0.101)
Market return	0.091 (0.166)	0.435 (0.374)
Market turnover	0.113 (0.617)	3.552** (1.502)

Tabel 2¹ - (Larrain en Urzúa., 2013)

¹ Bij de afhankelijke variabelen wordt er een onderscheid gemaakt tussen de gewone uitgiftes (1) en uitgiftes met een 5%-daling van het aandeel van de controlerende aandeelhouder (2). Van de onafhankelijke variabelen bespreken we de return en de turnover. De stock return behelst returns van Chileense bedrijven gedurende de periode 1990-2009. De marktreturn is gelijkaardig maar voor de gehele Chileense markt gedurende die periode. De turnover is een maatstaf voor de liquiditeit van een aandeel, de hoeveelheid verhandelde aandelen wordt gedeeld door de gemiddelde hoeveelheid uitstaande aandelen. Hetzelfde geldt voor de markt turnover, maar dan voor de gehele markt.

2.5.4. Aandeelhoudercombinaties

Uiteindelijk zal de combinatie van de verschillende eigenaar types, het belangenpercentage, en de hoeveelheid aandelen verkocht door insiders bij de beursgang, de prijspremium bepalen die de publieke markt bereid is te betalen. Dit is het 'geaggregeerd eigenaarschap'. Investeerders houden niet enkel rekening met de hoeveelheid aandelen die de grootste aandeelhouder bijhoudt, ook de andere aandeelhoudersgroepen beïnvloeden hun interesse in de IPO.

Volgens Sur en Martens (2013) valt 50% van de variantie in de IPO price premium te verklaren aan de hand van de structuur van het eigenaarschap. We kunnen concluderen dat het dus een belangrijke determinant is van de prijs op het moment van uitgifte. De prijspremium is het verschil tussen de boekwaarde per aandeel van een bedrijf en de werkelijke prijs die een investeerder bereid is per aandeel te betalen.

Voor mijn onderzoek wil ik dieper ingaan op deze aandeelhoudersstructuur en haar invloed op IPO-onderperformance, met andere woorden: 'welke associaties bestaan er tussen (wijzigingen in) de aandeelhoudersstructuur en de performantie van de IPO's in België?'

Vragen die van belang zijn voor de samenstelling van de aandeelhoudersstructuur zijn: Wie zijn de oorspronkelijke aandeelhouders bij beursintroductie? Zijn er private equity investeerders (VC's, BA's, institutionele investeerders) aanwezig voor de beursintroductie? Hoeveel aandelen behouden de oorspronkelijke aandeelhouders na de beursintroductie?

Vanzelfsprekend zijn de resultaten van het onderzoek vooral relevant voor de mensen die aandeelhouder van een bedrijf zijn, of willen worden. De ontwikkeling van de aandeelhoudersstructuur kan een indicatie vormen voor de performantie van het bedrijf waarin ze investeren. Voor aandeelhouders is het dus ook een factor die de beslissing om in een bedrijf te investeren kan beïnvloeden.

Maar ook alle bedrijven die met de beurs te maken krijgen, kunnen hieruit leren. De bedrijven moeten zich ervan bewust worden welk signaal ze geven aan de investeerders wanneer hun aandeelhoudersstructuur verandert. Ze kunnen te weten komen hoe investeerders hun aandeelhoudersstructuur interpreteren en daarop eventuele verbeteringen doorvoeren. Ook kan het bedrijf op zoek gaan naar bekwame en ervaren investeerders om het vertrouwen in de onderneming te doen stijgen. Aan de hand van ons onderzoek kan het bedrijf inschatten welke investeerders ze moet proberen te bereiken en overtuigen.

3. Empirisch onderzoek

3.1. Centrale onderzoeksvraag

Zijn er significante verschillen in korte- en lange termijn performantie van IPO's waar te nemen naargelang de aandeelhoudersstructuur voor de IPO of wijzigingen hierin na de beursgang?

De literatuur omtrent IPO's toont aan dat op korte termijn de IPO gemiddeld 'underpriced' wordt en dat in de eerste drie jaar na beursgang er gemiddeld genomen een 'underperformance' aanwezig is. De vraag is nu of bepaalde kenmerken in de aandeelhoudersstructuur een significante determinant zijn voor de korte- en lange termijn performantie van de IPO's. We zullen nu de onderzoeksvraag opsplitsen in verschillende deelvragen om het onderzoek te concretiseren.

3.2. Deelvragen en motivering

De deelvragen splitsen we op in twee afzonderlijke delen. We bekijken zowel de korte als lange termijn effecten van de aandeelhoudersstructuur op de return van de IPO's. Dit betekent dat de invloed wordt onderzocht van de aandeelhoudersstructuur op de initiële return, de underpricing en de totale korte termijn return. Op de lange termijn wordt de invloed van de aandeelhoudersstructuur onderzocht aan de hand van de driejarige returns. Hiermee bedoelen we de returns tot drie jaar na de beursgang.

3.2.1. Deelvraag 1

Zijn er significante verschillen in korte termijn performantie van IPO's waar te nemen naargelang de aandeelhoudersstructuur voor de IPO of wijzigingen hierin naar aanleiding van de beursgang?

3.2.2. Deelvraag 2

Zijn er significante verschillen in lange termijn performantie van IPO's waar te nemen naargelang de aandeelhoudersstructuur voor de IPO of wijzigingen hierin naar aanleiding van de beursgang?

3.3. hypothesen

3.3.1. Hypothesen omtrent rendementen op de korte termijn

We onderzoeken de invloed van wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur op de korte termijn rendementen. De theorie duidt verschillende aandeelhouderskenmerken aan die de korte termijn abnormale returns zouden kunnen beïnvloeden.

Bij de IPO is asymmetrische informatie vaak aanwezig omdat er bij potentiële investeerders nog maar weinig geweten is over de prestaties van het bedrijf, in tegenstelling tot bedrijven die zich al enige tijd op de beurs bevinden. Investeerders beschikken op dit moment dus niet over evenveel informatie als hun tegenpartij, de insiders van het bedrijf. Dit leidt volgens de agency theorie tot adverse selectie bij investeerders en onzekerheid over de juiste prijs van een aandeel bij de

beursgang. De externe investeerders die door asymmetrische informatie onvoldoende geïnformeerd zijn, zullen dan benadeeld worden.

Hoe groter de onzekerheid in verband met de prijs van een nieuw aandeel, hoe groter het voordeel voor de investeerders die wel juist geïnformeerd zijn (Ritter, 1984). Dit komt door de informatieasymmetrie aanwezig tussen investeerders onderling, sommige investeerders beschikken over meer informatie dan andere, denk aan institutionele versus particuliere investeerders. Als men de IPO-prijs relatief hoog zet, kan er twijfel ontstaan bij ongeïnformeerde investeerders om aandelen aan te schaffen, de reden hiervoor is het verhoogde risico dat ermee gepaard gaat. Doordat de IPO hoger geprijsd is, vreest de investeerder namelijk de 'winners curse' (Ritter en Welch, 2002).

Deze theorie behoort tot de veiling- of 'auction' theorie. Als een investeerder een bepaalde hoeveelheid aandelen wil aanschaffen, kunnen er twee dingen gebeuren. Ofwel wordt het order volledig onderschreven, ofwel wordt slechts een deel van het order daadwerkelijk aan de investeerder toegewezen. Logischerwijs gebeurt het eerste als er voor het aandeel relatief minder interesse aanwezig is bij andere investeerders. Wat maakt dat je als investeerder in deze IPO bij de meer optimistische investeerders behoort, en er een kans bestaat dat je de IPO op dat moment te hoog waardeert. In het geval dat niet het volledige order wordt toegewezen aan de investeerder wil dat zeggen dat de IPO overschreven wordt. Er worden minder aandelen door de uitgever aangeboden dan investeerders wensen te kopen, waarna de aandelen pro-rata worden verdeeld. Dit wil zeggen dat elke investeerder het deel van zijn order krijgt toegewezen naargelang de aandelen van de IPO overschreven zijn. Stel dat de aandelen 100% overschreven zijn, wil dit zeggen dat iedere investeerder 50% van zijn order zal toegewezen krijgen. Veel investeerders wensen dus te investeren in de IPO aan deze prijs, en de kans is groot dat de IPO onderprijsd is en in de toekomst hoger gewaardeerd zal worden (Ritter en Welch, 2002).

Het gevolg van de winners curse theorie is dat investeerders hun volledige order toegewezen krijgen wanneer minder investeerders geïnteresseerd zijn, en slechts een deel krijgen toegewezen wanneer veel investeerders geïnteresseerd zijn. Bij grote interesse, hebben investeerders slechts een deel van hun order. Bij weinig interesse, krijgen ze hun volledige order. Dit maakt dat investeerders verhoudingsgewijs meer aandelen bezitten met negatieve returns dan ze initieel in gedachte hadden. Om dit risico voor investeerders te compenseren moeten IPO's dus gemiddeld underpriced zijn om het onevenwicht tussen het aantal aandelen met positieve en negatieve returns van investeerders op te vangen (Ritter en Welch, 2002).

Bijgevolg haalt een ongeïnformeerde investeerder bij een hoge interesse van geïnformeerde investeerders verhoudingsgewijs weinig aandelen binnen van de underpriced IPO's. Wanneer de IPO overgewaardeerd is en geïnformeerde investeerders weinig geïnteresseerd zijn, haalt de ongeïnformeerde investeerder veel aandelen van zijn bod binnen. Om een interessante investering te blijven voor ongeïnformeerde investeerders zullen IPO's dus gemiddeld underpriced moeten zijn (Rock, 1986). Naarmate de asymmetrische informatie en de onzekerheid over de prijs van een aandeel stijgt, zal de onderprijzing mee moeten stijgen om ongeïnformeerde investeerders aan te kunnen trekken. (Ritter, 1984)

Doordat ongeïnformeerde, externe investeerders de kwaliteit van een onderneming niet met zekerheid kunnen vaststellen, zal dit de kwaliteitsvolle ondernemingen afschrikken omdat investeerders minder bereid zijn een hoge prijs te betalen. De kwalitatieve IPO zal dus onterecht onderprijzing moeten toelaten. Dit staat bekend als het 'market for Lemons'-probleem (Akerlof, 1970).

Door een positief signaal te geven aan de investeerders kan men investeerders proberen te overtuigen dat de IPO succesvol zal zijn op lange termijn. Leland en Pyle (1977) gebruikten een signaalmodel waarbij blijvend aandeelhouderschap van insiders de kwaliteit van de onderneming moest aangeven. Blijvend aandeelhouderschap van insiders toont aan dat ze vertrouwen hebben in de kwaliteit van de onderneming aangezien hun investeringsportfolio ongediversifieerd en meer risicovol blijft. Op korte termijn zou het signaal van blijvende grote aandeelhoudersblokken die zich op lange termijn met de onderneming verbinden ervoor zorgen dat adverse selectie bij ongeïnformeerde investeerders voorkomen wordt. IPO's die gebruik maken van deze signalen zullen wel een hogere prijs kunnen vragen voor hun aandelen. Deze hogere prijs zou zichtbaar moeten zijn aan de mate van onderprijzing die de IPO hanteert. Door de beperkte asymmetrische informatie is het voor de IPO niet nodig om de IPO-prijs onder de marktwaardering te zetten om voldoende investeerders te overtuigen om te investeren.

Net zoals het positieve signaal van blijvend aandeelhouderschap van insiders, wordt een verlaging van het aandeelhouderschap na IPO geïnterpreteerd als een negatief signaal. Wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur voor en na de beursgang wordt gemeten aan de hand van dilutie van de pre-IPO aandeelhouders. Een IPO met dilutie is er één waarbij de aandeelhouders aanwezig voor de beursintroductie hun deelneming sterk zien verminderen na de beursintroductie. Dit kan door veel nieuwe aandelen uit te geven aan het publiek of door de verkoop van bestaande aandelen.

Dilutie kan dus worden opgedeeld in twee delen. De term verwatering of 'dilutie' duidt meestal op de vermindering van het aandeelhouderschap door de uitgifte van nieuwe aandelen. De initiële aandeelhouders behouden hun aantal aandelen, maar door de stijging van het kapitaal zal hun aandeelhouderspercentage dalen. De tweede mogelijkheid is dilutie veroorzaakt door de verkoop van secundaire aandelen door initiële eigenaars, in dit geval beslist de aandeelhouder zelf of hij zijn aandeelhouderspercentage verlaagt. Het kapitaal wordt hier niet beïnvloed, de aandeelhouder verlaagt het aantal aandelen dat hij van de onderneming in bezit heeft. We zullen zowel de verkoop van secundaire aandelen als de uitgifte van nieuwe aandelen opnemen in de term dilutie, met de mogelijkheid om de invloed van de verkoop van bestaande aandelen apart te onderzoeken.

Bij 'secondary equity offerings', dit zijn uitgiftes van eigen vermogen na de initiële publieke uitgifte, vonden Larrain en Urzúa (2013) dat de hoogte van de SEO-prijs gecorreleerd is met de verandering van aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder. Wanneer de controlerende aandeelhouder na de uitgifte een significant lager aandeelhouderspercentage aanhoudt dan voor de uitgifte, blijkt dat de aandeelhouder vindt dat de aandelen overgewaardeerd zijn (Larrain en Urzúa, 2013).

Deze bevindingen van toepassing op secundaire uitgiftes, zou ook voor initiële uitgiftes kunnen gelden. De controlerende aandeelhouder voert de IPO uit op het moment dat zijn aandelen worden overgewaardeerd door overoptimistische investeerders, en grijpt deze opportuniteit aan om zijn aandeelhouderschap stevig te verminderen. Larrain en Urzúa (2013) halen dus de market timing hypothese aan als verklaring voor de dilutie. De market timing hypothese stelt dat managers hun IPO op de markt brengen op het moment dat er een zeer positief marktsentiment heerst (Ritter, 1991). Op dit moment worden de overoptimistische investeerders misleid en betalen ze een te hoge prijs in vergelijking met de werkelijke marktwaarde.

Hoge dilutie kan worden geïnterpreteerd als een negatief signaal. Controlerende insiders die hun eigenaarschap drastisch verminderen doet investeerders vermoeden dat de insider informatie bezit die zij niet hebben. Investeerders worden onzeker en krijgen een vermoeden dat de insider zijn eigenaarschap vermindert omdat de aandelen overgewaardeerd zijn.

Er zijn nog andere redenen waarom dilutie als een negatief signaal wordt gezien. Een belangrijk kenmerk van controlerende insiders is dat ze veel belang hechten aan de controle die ze over de onderneming hebben (Kemps, 2013). Investeerders verwachten dus dat controlerende insiders voor de IPO, ook graag na de IPO de controle over de onderneming wil behouden. Wanneer investeerders beslissen dat niet te doen en de hoge dilutie van de controlerende insiders ervoor zorgt dat de ze na IPO geen controle meer over de onderneming bezitten, komt de monitoring op lange termijn in gedrang (Larrain en Urzúa, 2013).

Een IPO met hoge dilutie door de uitgifte van veel nieuwe aandelen wordt door de agency theory ook beschreven als uitbuiting van de minderheidsaandeelhouders. Niet enkel het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder slinkt, ook het aandeelhouderschap van de minderheidsaandeelhouders verwatert sterk, zelfs als ze het niet eens waren om de beursintroductie door te voeren.

Deze negatieve signalen en hogere risico's doen vermoeden dat IPO's met een hoge insider dilutie, hun IPO met een hogere underpricing op de markt zullen moeten brengen om de investeerders te overtuigen op de IPO in te tekenen. Door het positieve signaal van blijvend aandeelhouderschap en het negatieve signaal van dilutie luidt hypothese 1 als volgt:

Hypothese 1: IPO-bedrijven waar de controlerende insider voor IPO sterke dilutie vertoont, vertonen hogere underpricing of ervaren minder overoptimisme in vergelijking met IPO's waar de controlerende insider op lange termijn de controle over de onderneming behoudt en dus de dilutie beperkt.

Naast insiders zijn er ook IPO's met controlerende private equity investeerders. Veel jonge, beloftevolle bedrijven die cash nodig hebben om hun investeringen te financieren, hebben voor de beursgang ook al externe aandeelhouders in het bedrijf, zoals Venture Capitalists of Business Angels. We maken dit onderscheid omdat insiders en private equity investeerders verschillende kenmerken en gedragingen hebben. Waar de insiders bij de IPO veel meer bezig zijn met de controle over de onderneming, zijn private equity investeerders zoals VC's meer bezig met de mogelijke return van hun investering. Veel VC's zien de beursgang dus als een mogelijke exit

strategie. VC's die de IPO gebruiken om de exit te realiseren, zullen meestal ook een hogere daling in aandeelhouderschap na IPO vertonen door het verkopen van secundaire aandelen (Kemps, 2013).

Investeerders verwachten ook dat private equity investeerders de IPO gebruiken als exit-procedure. Hierdoor zou de verkoop van bestaande aandelen door private equity investeerders een minder negatief signaal kunnen vormen in vergelijking met die van de controlerende insiders. Dit heeft als gevolg dat de IPO's met controlerende private equity investeerders minder nood zullen hebben aan underpricing om investeerders te overtuigen in de onderneming te investeren.

Daarnaast verhoogt de VC de reputatie van de onderneming. VC's worden geassocieerd met veel expertise en hun aanwezigheid onderstreept de kwaliteit van de onderneming, wat de interesse van investeerders bij de beursintroductie doet toenemen (Brav en Gompers, 2003). Daarom stelt hypothese 2:

Hypothese 2: IPO-bedrijven waar een controlerende private equity investeerder voor IPO bestaande aandelen verkoopt, zal minder underpricing of meer optimisme vertonen in vergelijking met de verkoop van bestaande aandelen door een controlerende insider.

3.3.2. Hypothesen omtrent rendementen op de lange termijn

We onderzoeken tevens de invloed van de aandeelhoudersstructuur op de lange termijn returns. Het is de bedoeling om na te gaan of de blijvende aanwezigheid van controlerend aandeelhouderschap een invloed heeft op de prestaties van IPO's in België. Aangezien de agency theory uitgebreid handelt over de voordelen van monitoring van controlerende aandeelhouders, is het interessant om deze theorie in de praktijk te testen voor België. De agency theorie stelt dat grote controlerende aandeelhouders er belang bij hebben om managers te controleren en dus een grotere monitoringfunctie uitoefenen (Burton, 2010).

Controlerende aandeelhouders die lang na de IPO in de onderneming blijven, kunnen de monitoring van de managers verzekeren en tegelijkertijd de agency kosten sterk doen verminderen in vergelijking met controlerende aandeelhouders die niet op lange termijn in de onderneming blijven. Controlerende aandeelhouders die op lange termijn in de onderneming blijven, beschikken reeds over veel meer informatie dan de externe aandeelhouders die na de IPO toegetreden zijn en moeten dus veel minder inspanningen doen om de managers effectief te controleren.

Daarnaast geeft de controlerende aandeelhouder ook een positief signaal aan de investeerders. De controlerende aandeelhouder die voor de IPO aanwezig was en na de IPO voor lange termijn als controlerende aandeelhouder in de onderneming blijft, kan een eenduidig beleid voeren en heeft zijn dilutie bij de IPO beperkt.

Een gediversifieerd aandeelhouderschap kan daarentegen wel aanleiding geven tot principaal-agent problemen. Er kan een conflict ontstaan tussen managers en aandeelhouders omdat geen van de aandeelhouders voldoende incentive heeft om de kosten van monitoring op zich te nemen. Niemand van de aandeelhouders wil de controlekosten alleen dragen en de overige aandeelhouders van hun werk laten profiteren (free-rider probleem). Dit kan moral hazard bij de managers in de

hand werken. Managers kunnen in eigenbelang gaan handelen in plaats van volledig de belangen van de eigenaars te behartigen, wat de lange termijn prestaties negatief beïnvloedt. Bijgevolg luidt hypothese 3:

Hypothese 3: IPO's met blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder na IPO realiseren hogere lange termijn returns in vergelijking met IPO's waar de controlerende aandeelhouder zich niet op lange termijn met de onderneming verbindt.

Op de lange termijn zou ook de aanwezigheid van private equity investeerders zoals VC's een positieve invloed hebben op de lange termijn returns van IPO's. Allereerst zijn VC's gespecialiseerd in het zoeken van veelbelovende bedrijven met veel groeicapaciteit en een goed management team. Door de grotere groeicapaciteit zouden deze IPO's op lange termijn in staat moeten zijn hogere returns te realiseren (Chahine en Filatotchev, 2008).

Wanneer VC's na de IPO in de onderneming blijven, kunnen ze ook invloed hebben op de lange termijn returns. Eenmaal op de beurs kan het bedrijf door middel van de VC zijn netwerk meer professionele investeerders aantrekken. De institutionele investeerders zijn dan ook de belangrijkste investeerders in de zogenaamde 'venture funds' van de VC. De VC wil zijn return maximaliseren, wat overeen komt met het doel van de investeerders in het fonds. Daarnaast beschikt de venture capitalist over de nodige expertise waardoor meer institutionele investeerders vertrouwen zullen hebben in het bedrijf. Dit maakt dat institutionele investeerders bereid zijn een hogere prijs te betalen naargelang een VC aanwezig is in de onderneming. De institutionele investeerders die de VC inbrengt, hebben ook veel meer informatie ter beschikking dan gewone, individuele beleggers. Dit zorgt ervoor dat bedrijven met VC veel minder informatieasymmetrie ervaren tussen managers en investeerders (Brav en Gompers, 1997).

Deze voordelen van VC-eigenaarschap levert volgende hypothese op:

Hypothese 4: IPO's waar naast een controlerende aandeelhouder na IPO ook nog VC's op lange termijn in de onderneming aanwezig zijn, realiseren hogere lange termijn returns in vergelijking met IPO's waar enkel een controlerende insider op lange termijn in de onderneming aanwezig is.

3.4. Onderzoekstrategie

We hebben de nodige data in verband met de IPO verzameld door middel van opzoekwerk op het internet. Gegevens moeten kenbaar gemaakt worden door de beursgenoteerde ondernemingen en kunnen dus geraadpleegd worden. Bij elke beursintroductie brengt de uitgever, samen met de underwriter een prospectus naar buiten met alle nuttige informatie over het bedrijf en de beursgang. De prospectussen konden we raadplegen via de site van Euronext zelf of via de site van het desbetreffende bedrijf. Ook voor de jaarrekeningen over de 3 jaar na IPO konden we terecht bij de sites van de bedrijven, zo niet maakten we gebruik van de balanscentrale op de site van de NBB (Nationale Bank van België). Voor de financiële data hebben we de sites van Yahoo Finance, Google Finance en Euronext kunnen gebruiken. Van de in totaal 60 ondernemingen die in aanmerking kwamen voor de steekproef, zijn er uiteindelijk 41 in het onderzoek opgenomen. De bedrijven die niet voor 3 jaar op de beurs zijn gebleven, of waarvan de data op gebied van aandeelhouders of returns afwezig of onvolledig was, werden niet opgenomen in de sample.

Uit de data selecteerden we de bedrijven die een beursintroductie deden tussen 2005 en 2011 in België. Dit geldt voor noteringen op de Eerste markt van Brussel, Alternext Brussel en de Vrije markt van Brussel. Dit stelt ons in staat uitspraken te doen over de Belgische beursintroducties. We zullen dit niet kunnen veralgemenen naar andere landen vanwege de verschillende institutionele kenmerken die elk land bezit.

Uit de literatuurstudie hebben we reeds kunnen opmaken dat de methode van onderzoek zeer belangrijk is om tot de juiste resultaten te komen. Zo zal er een afweging gemaakt worden bij het kiezen van de benchmark en de gebruikte returns.

Voor het onderzoek maken we gebruik van de Buy- en hold returns van de bedrijven op de beurs. De event time returns staan ons toe om de returns van elk bedrijf apart te bestuderen en ze daarna samen te voegen in samples. Dit doen we aan de hand van een driedaagse cumulatieve return op de korte termijn en voor de lange termijn een maandelijkse cumulatieve return over een periode van drie jaar.

De abnormale returns worden berekend door het verschil te nemen tussen de returns van de IPO's in casus en de marktindex in die periode. De marktindex wordt dus gebruikt als benchmark. We hebben drie verschillende indexen opgenomen die hiervoor gebruikt werden, namelijk de Belgian all share index of BAS index, de Euronext100 en de bekendere BEL20 index. De abnormale returns hebben we nodig om eventuele onder- of overperformantie ten opzichte van de markt vast te kunnen stellen.

De onderzoeksvragen zijn verklarend van aard en zoeken een causaal verband. We zullen deze trachten te beantwoorden aan de hand van hypothesetoetsing. We maken hierbij gebruik van onafhankelijke samples om de verschillende kenmerken van de aandeelhoudersstructuur bij IPO's van elkaar te scheiden. Daarna trachten we met de t-test voor twee onafhankelijke samples een significant verschil in de korte- of lange termijn return waar te nemen tussen de samples. Ho zal verworpen of niet verworpen worden aan de hand van de t-statistiek, om tot een conclusie te komen of er een significante invloed van een variabele aanwezig is of niet.

3.5. Variabelen

3.5.1. Verklarende variabelen: de aandeelhoudersstructuur

We hebben de aandeelhouders voor elk bedrijf opgedeeld in verschillende categorieën. Aan de hand van de deelvragen onderzoeken we de invloed van insiders, controlerende aandeelhouders, private equity investeerders en dilutie op de korte- en lange termijn returns. Van alle aandeelhouderscategorieën zochten we de exacte deelnemingspercentages. Om deze te berekenen zochten we eerst het totale aantal aandelen voor IPO, nadien kon de deelneming van de aandeelhouders apart berekend worden. Aan de hand van de verschillende aandeelhouderscategorieën die we onderzoeken, hebben we de verschillende variabelen met betrekking tot het belangenpercentage gecreëerd.

3.5.1.1. De controlerende aandeelhouder

De controlerende aandeelhouder voor de beursintroductie is meestal een insider, maar is in sommige gevallen ook een private equity investeerder. Onder insiders verstaan we de oprichters, initiële eigenaars, managers, directeuren en CEO's van de IPO-bedrijven. Private equity investeerders zijn investeerders die nog voor de beursgang investeren in groeibedrijven. Typische investeerders die zich hierop toespitsen zijn venture capitalists en business angels, maar ook institutionele investeerders zoals pensioenfondsen of investeringsmaatschappijen kunnen voor de beursgang reeds aandeelhouder zijn. Omdat Business angels vaak moeilijk identificeerbaar zijn in de data van de aandeelhoudersstructuur, hebben we besloten om de venture capitalists, institutionele investeerders en de business angels samen te voegen in een groep van private equity investeerders. De invloed van de controlerende aandeelhouders op de korte termijn returns wordt onderzocht door de deelnemingen van insiders en Private Equity (PE) investeerders voor- en na IPO te verzamelen. Uit deze gegevens werd dan de dilutie en de eventuele verkoop van bestaande aandelen berekend.

Drie jaar na de IPO werden opnieuw de deelnemingen van de insiders en PE-investeerders gezocht om de evolutie in het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder vast te kunnen stellen. Er wordt een dummy (3jrControlerend) gebruikt om na te gaan of er na 3 jaar nog steeds sprake is van een significante deelneming van de controlerende aandeelhouders voor IPO. Hierbij worden verschillende percentages gebruikt om de blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouders voor IPO te testen.

Voor deelvraag 4 wordt ook nog de 3jrPEdum aangemaakt om te onderzoeken of blijvende aanwezigheid van VC's en andere PE-investeerders de lange termijn returns beïnvloeden. De dummy kan gebaseerd zijn op eenvoudige PE-aanwezigheid, maar ook op deelnemingen vanaf 10% of 20%.

3.5.1.2. Dilutie

Voor de deelvragen die betrekking hebben op returns op de korte termijn werd de dilutie van de controlerende aandeelhouders voor zowel insiders als private equity investeerders berekend door het verschil in aandelenpercentage voor en na de IPO te vergelijken en de procentuele verandering

te berekenen. Om een onderscheid te maken tussen controlerende aandeelhouders die een hoge of lage dilutie vertonen wordt de variabele DILDum gebruikt.

Dilutie is echter afhankelijk van twee zaken, hoeveel de controlerende aandeelhouder van zijn bestaande aandelen verkoopt en hoeveel nieuwe aandelen er worden uitgegeven. Wanneer de controlerende aandeelhouder veel van zijn bestaande aandelen verkoopt in plaats van gewoon nieuwe aandelen uit te geven, kan dit een andere indicatie geven aan investeerders, daarom zullen we dilutie ook apart onderzoeken naar gelang die afkomstig is van de verkoop van bestaande aandelen in de plaats van nieuwe aandelen. Dit gebeurt door de variabele verkoop bestaande aandelen toe te voegen. Hierbij wordt het aantal bestaande aandelen dat men bij de IPO verkoopt, gedeeld door de totale hoeveelheid aandelen voor IPO. Dit geeft een indicatie van de relatieve grootte van het aanbod bestaande aandelen.

De aandeelhoudersstructuur werd in rekening gebracht door de precieze hoeveelheid secundaire verkopen toe te wijzen aan insiders en private equity (InsSaledum en PESaledum). Op die manier wordt onderzocht wat de invloed is van de verkoop van secundaire aandelen door de verschillende aandeelhouderscategorieën op de korte termijn returns. Tenslotte werd de dummy INSvsPE toegevoegd om de verkoop van bestaande aandelen door insiders of private equity investeerders met elkaar te vergelijken.

3.5.2. Afhankelijke variabelen

In ons onderzoek maken we telkens gebruik van 2 onafhankelijke samples voor elke onderzochte onafhankelijke variabele. We hebben als afhankelijke variabelen de korte- en lange termijn returns nodig, waarbij we telkens de steekproef opdelen met behulp van de variabele die van invloed kan zijn op korte- of lange termijn, of op beide.

3.5.2.1. Korte termijn returns

Voor hypothese 1 en 2 hebben we als afhankelijke variabele voor de korte termijn de underpricing nodig. Onder underpricing verstaan we het verschil tussen de uitgifteprijs die de eigenaars samen met de underwriter zet, en de prijs per aandeel op het einde van de eerste beursdag. Deze underpricing wordt daarna nog gecorrigeerd met de marktreturn om de 'market adjusted underpricing' te bekomen. Dit wordt geïllustreerd in de volgende formule:

$$UP_i = \frac{(P_{i,t} - E_i)}{E_i} - \frac{(M_t - M_{t,0})}{M_{t,0}} * 100$$

Omdat de term onderprijzing volgens de literatuur wordt beïnvloed door zowel de prijszetting als het marktsentiment, zullen we ook de initiële return en de totale korte termijn return opnemen in ons onderzoek. De initiële return is de return gedurende de eerste drie beursdagen en de totale korte termijn return omvat de periode vanaf de offerprijs tot drie dagen na de beursintroductie.

We maken voor elke variant gebruik van de market adjusted return omdat IPO's in verschillende tijdsperiodes op de beurs worden gebracht. Om inconsistenties door beursintroducties uitgevoerd tijdens verschillende marktomstandigheden te vermijden, zullen de individuele returns van elke IPO vergeleken worden met de marktindex om de cumulatieve abnormale returns te bekomen. Omdat de keuze van de index bepalend is voor de abnormale rendementen, zullen de IPO-returns gecorrigeerd worden aan de hand van drie verschillende indexen, namelijk de BEL20, de Belgian All Share index (BAS) en de Euronext100.

3.5.2.2. Lange termijn returns

Voor het toetsen van hypothese 3 en 4 gebruiken we de lange termijn returns als afhankelijke variabele. De lange termijn wordt bij IPO onderzoek vaak gespecificeerd als 3 jaar na de IPO. We bekijken dus de returns vanaf de IPO tot drie jaar na de beursintroductie. Ook deze returns vergelijken we met de verschillende marktindexen om de abnormale returns vast stellen. De gebruikte returns werden berekend door de closing price op het einde van elke beursdag te vergelijken met de vorige. Op die manier konden er cumulatieve returns berekend worden. Bij alle dagelijkse returns werd er +1 bijgeteld om de wealth relatives te bekomen, daarna werden van de wealth relatives het product genomen en -1 van het resultaat afgetrokken om de cumulatieve returns te verkrijgen. De formule ziet er dan als volgt uit:

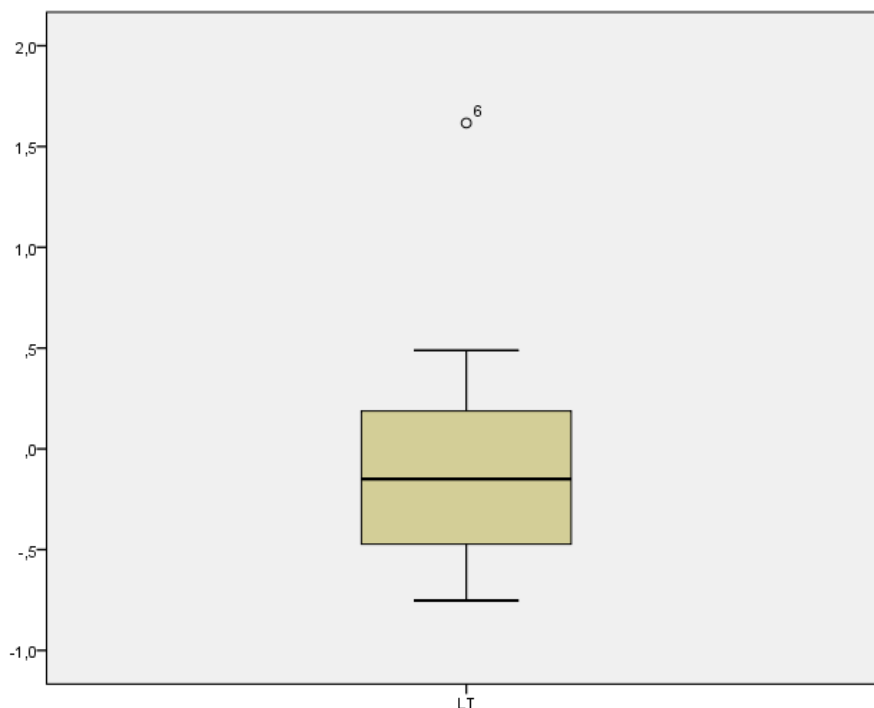
$$(WR1 * WRn + 1) - 1 = \text{cumulatieve return Rn} + 1$$

Dit werd voortgezet tot drie jaar na beursgang om de 3 jarige cumulatieve returns vast te kunnen stellen. Dezelfde formule werd toegepast om de cumulatieve returns in dezelfde periode voor de benchmark index te berekenen. Daarna werd de cumulatieve return van de IPO-onderneming verminderd met die van de benchmark index om de lange termijn abnormale cumulatieve returns te bekomen.

3.6. Beschrijvende statistieken

In deze sectie worden de algemene cijfers in verband met de IPO's verder toegelicht. Op deze manier kunnen we al een eerste zicht krijgen op hoe de data eruit ziet, en wat we in het verdere onderzoek kunnen verwachten.

Voor de berekening van de abnormale returns hebben we gebruik gemaakt van de Belgian all share index (BAS), Euronext100 en de BEL20 index. Op deze manier konden we eventuele afwijkingen opvangen of onze resultaten dubbelchecken. Zoals je in tabel 4 met de beschrijvende statistieken kan zien, hebben we zowel voor de korte – als de lange termijn de gemiddelde abnormale returns berekend. De BAS index leverde een lange termijn abnormale negatieve return op van -7,50%, aan de hand van de BEL20 benchmark berekende we een lange termijn abnormale return van -5,68% en de Euronext100 benchmark resulteerde in de grootste lange termijn underperformance met -11,69%. Dit betekent dat de gemiddelde abnormale returns IPO-onderperformantie doet vermoeden over een periode van 3 jaar na de beursgang. Maar door de grote standaardafwijking van ongeveer 45% zijn de lange termijn abnormale returns berekend met de BAS-index en de BEL20-index niet significant verschillend van nul bij 10% significantieniveau. Beide t-statistieken (-1.0444 en -0.8053) zijn kleiner dan de kritische waarde van -1,645 bij 10% significantieniveau. Enkel voor de Euronext100-index is de t-statistiek (-1,673) significant op 10% significantieniveau. Er is in de sample echter 1 extreme uitschieter, Thrombogenics realiseerde een lange termijn abnormale return van 161,65% (Zie onderstaande boxplot)



Grafiek 8 – Boxplot lange termijn abnormale returns Euronext100

Wanneer we echter deze enige uitschieter uit de sample halen, zien de resultaten er als volgt uit:

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
LT	-2,795	39	,008	-,1602	-,2761	-,0442

Tabel 3 – T-statistiek lange termijn abnormale returns aan de hand van de Euronext100 index

Hieruit kunnen we afleiden dat het gemiddelde van de sample aan de hand van de euronext100 index nu duidelijk verschillend is van nul. De t-statistiek bedraagt -2,795, welke de kritische waarde van het 1% significantieniveau (-2,576) overschrijdt. De gemiddelde underperformance van de sample daalt ook van -11,69% naar -16,02%. Ook de abnormale returns van de BAS- en BEL20-index zijn nu significant verschillend van nul op 5% en 10% significantieniveau. De t-statistiek van de BAS-returns is -2,018 en die van de BEL20-returns bedraagt -1,762. Er is hier dus een duidelijke lange termijn underperformance aanwezig.

	gemiddelde	minimum	maximum	standaardafwijking	T-Stat
Gemiddelde lange termijn underperformance (tov BASindex)	-7,50%	-79,45%	169,63%	0,4596	-1,0444
Gemiddelde lange termijn underperformance (tov BEL20index)	-5,68%	-79,70%	171,69%	0,4517	-0,8053
Gemiddelde lange termijn underperformance (tov Euronext100)	-11,69%	-75,28%	161,65%	0,4473	-1,6727
underpricing (tov benchmark BASindex)	3,98%	-10,49%	26,79%	0,0775	3,2871
underpricing (tov benchmark BEL20index)	4,00%	-10,36%	27,12%	0,0777	3,3016
underpricing (tov benchmark Euronext100)	3,99%	-10,45%	26,80%	0,0785	3,2558
gemiddelde lock-up periode (in jaren)	1,31	0,00	5,00	0,8865	
Proxi grootte van de IPO's (= Offerprijs*# aandelen voor IPO)	165953744	1537500	2000000000	428608145	
% aandelen na IPO in handen van publiek (Free Float)	28,93%	7,59%	72,80%	0,1374	
% aandelen van insiders voor IPO	76,09%	7,80%	100,00%	0,3006	
% aandelen van insiders na IPO	53,89%	6,00%	87,86%	0,2438	
Dilutie insiders	28,68%	7,69%	73,60%	0,1431	
% aandelen van private equity investeerders voor IPO	45,92%	2,14%	91,14%	0,2633	
% aandelen van private equity investeerders na IPO	29,02%	1,70%	66,10%	0,1707	
Dilutie Private equity investeerders	33,74%	0,00%	85,77%	0,1871	
% aandelen van grootste (controleerende) AH voor IPO	56,45%	18,60%	99,99%	0,2123	
% aandelen van grootste (controleerende) AH na IPO	37,97%	10,30%	75,77%	0,1724	
Dilutie grootste (controleerende) AH	32,82%	12,16%	85,50%	0,1492	
% aandelen van grootste (controleerende) AH 3 jaar na IPO	35,49%	0,00%	85,00%	0,2195	
3 jarige dilutie grootste (controleerende) AH	38,16%	0,00%	100,00%	0,2618	
	Aantal	% alle IPO's			
Insiders met 100%	20	48,78%			
Insiders tussen 50% en 99%	11	26,83%			
Insiders met minder dan 50%	10	24,39%			
Private equity investors tussen 100% en 50%	9	21,95%			
Private equity investors tussen 50% en 1%	11	26,83%			
Zonder private equity investors	21	51,22%			
Aantal IPO's met verkoop bestaande - en nieuwe aandelen	16	39,02%			
Aantal IPO's met verkoop enkel bestaande aandelen	3	7,32%			
Aantal IPO's met verkoop enkel nieuwe aandelen	22	53,66%			

Tabel 4 – Beschrijvende statistieken

We zien dat de underpricing (op korte termijn) bij elke benchmark ongeveer 4% bedraagt, wat opmerkelijk lager is dan de 7% gevonden door Kemps (2013) en de 14,32% gevonden door Engelen (2000) over de periode 1996-1999, die bekend staat als periode met een uiterst positief marktsentiment. De periode waarin onze sample verzameld is, staat duidelijk niet bekend als een 'hot market' periode, aangezien hij gedeeltelijk wordt beheerst door de financiële crisis van 2008. Toch is de underpricing significant verschillend van nul op 1% significantieniveau aangezien de t-statistiek voor elke test groter is dan 2,576 (zie tabel 4).

De lock-up periode is de periode vlak na de beursintroductie waarin de aandeelhouders ermee ingestemd hebben om hun aandelen niet te verkopen. Deze periode varieert van onderneming tot onderneming en ligt vaak tussen 180 dagen en 24 maanden. In sommige bedrijven verbinden de aandeelhouders voor de IPO er zich toe om gedurende een lange termijn een substantiële aandeelhouder te blijven, in andere gevallen niet. In onze sample zien we dat de kleinere bedrijven uit de vrije markt van Brussel een langere lock-up periode aanhouden dan de grotere bedrijven uit de eerste markt van Brussel. Dit komt overeen met de bevindingen van Brav en Gompers (2003). Zij ondervonden dat aandeelhouders een langere lock-up periode aanhielden wanneer er meer informatieasymmetrie aanwezig is. Grotere meer bekende bedrijven, zoals die zich in de eerste markt van Brussel bevinden, ervaren typisch minder informatieasymmetrie dan de kleine en minder bekende ondernemingen uit de vrije markt van Brussel. De lange lock-up periode wordt door kleine ondernemingen dus vooral gebruikt om investeerders te overtuigen dat er geen achtergehouden informatie is die de lange termijn prestaties negatief beïnvloeden.

Om de grootte van de ondernemingen in kaart te brengen, hebben we gebruik gemaakt van een proxy variabele. De offerprijs bij de beursgang wordt vermenigvuldigd met het aantal uitstaande aandelen voor de IPO. Door deze proxy variabele kunnen we bevestigen dat de bedrijven geplaatst op de eerste markt van Brussel vele malen groter zijn dan die op de vrije markt van Brussel. De gemiddelde grootte van IPO-bedrijven die noteren op de eerste markt van Brussel bedraagt 364.416.208. De gemiddelde grootte van de IPO's op de vrije markt van Brussel is slechts 7.742.316. Vandaar ook de zeer grote standaardafwijking die bij deze variabele aanwezig is.

Als we verder kijken naar de aandeelhoudersstructuur zien we dat een IPO belangrijke veranderingen teweeg brengt. Door de IPO komt gemiddeld 28,93% van het totaal aantal aandelen in handen van het publiek (zie 'free float' tabel 4). Logischerwijs daalt het aandeel van de insiders door de beursgang. Waar insiders voor de IPO gemiddeld 76,09% van de aandelen in bezit hebben, blijft daar gemiddeld nog 53,89% van over na de beursgang. Dit betekent voor de insider een dilutie (procentuele daling) van ongeveer 28% ten opzichte van de aandelen die ze voor IPO bezat. Dezelfde informatie is aanwezig over de private equity investeerders en de grootste controlerende aandeelhouder. Wanneer er private equity investeerders aanwezig zijn voor de beursintroductie bezitten zij gemiddeld 45,92% van de aandelen. Na de IPO daalt dit gemiddelde naar 29,02%, wat een iets grotere procentuele daling (33,74%) oplevert ten opzichte van insiders. Dit bevestigt het vermoeden dat insiders meer bezig zijn met de controle over de onderneming dan private equity investeerders, die hun return willen realiseren. Gemiddeld bezit de grootste, controlerende aandeelhouder in onze sample een aandeel van 56,45% voor de IPO, wat een controlerende machtspositie voorstelt. Na de IPO bezit de grootste aandeelhouder gemiddeld nog 37,97% van de

aandelen en drie jaar na de IPO behoudt de grootste aandeelhouder nog steeds gemiddeld 35,49% van de aandelen, wat maar een zeer kleine daling is.

We hebben nog wat uitgebreidere informatie over het aantal ondernemingen en het aanwezigheidspercentage van verschillende soorten aandeelhouders. De totale sample bestaat uit 41 ondernemingen opgenomen op de Belgische beurzen tussen de periode 2005 en 2011. In 49% van de gevallen bezitten insiders voor de IPO al de aandelen van de onderneming, dit komt mede door de hoeveelheid ondernemingen opgenomen uit de Vrije markt van Brussel, waar meerdere kleine ondernemingen noteren. Verder constateren we dat in 9 van de 41 ondernemingen private equity investeerders meer dan de helft van de aandelen van de onderneming beschikken.

Tenslotte is er is veel diversiteit wat betreft de keuze tussen uitgifte van nieuwe versus bestaande aandelen bij de IPO. 16 van de 41 ondernemingen geven bij IPO zowel bestaande als nieuwe aandelen uit, terwijl 22 ondernemingen enkel nieuwe aandelen uitgeven. Slechts 3 ondernemingen beslissen om enkel bestaande aandelen te verkopen. De combinatie nieuwe- en bestaande aandelen en enkel nieuwe aandelen is het meest gebruikelijk aangezien veel ondernemingen naar de beurs trekken met het oog op het verwerven van extra kapitaal om investeringen te financieren. Daarvoor moet de onderneming nieuwe aandelen uitgeven aangezien de opbrengst bij verkoop van bestaande aandelen niet naar het bedrijf, maar naar de eigenaar van de aandelen gaat.

3.7. Onderzoeksopzet

3.7.1. Invloed van de aandeelhoudersstructuur op de korte termijn returns

De volgende 2 hypothesen betreffen de invloed van (veranderingen in) de aandeelhoudersstructuur op de korte termijn returns:

Hypothese 1: IPO-bedrijven waar de controlerende insider voor IPO sterke dilutie vertoont, vertonen hogere underpricing of ervaren minder overoptimisme in vergelijking met IPO's waar de controlerende insider op lange termijn de controle over de onderneming behoudt en dus de dilutie beperkt.

Hypothese 2: IPO-bedrijven waar een controlerende private equity investeerder voor IPO sterke dilutie vertoont, zal minder underpricing of meer optimisme vertonen in vergelijking met sterke dilutie van een controlerende insider.

Bij de formulering zullen we gebruik maken van enkele afkortingen. Cumulatieve abnormale returns op de korte termijn wordt afgekort tot CAR_{kt}. Hetzelfde doen we voor de cumulatieve abnormale returns op lange termijn, namelijk CAR_{lt}. Voor elke hypothese construeren we 2 onafhankelijke samples op basis van een kenmerk in de aandeelhoudersstructuur.

Hypothese 1

Bij toetsing van Hypothese 1 wordt gebruik gemaakt van de dummy DIL_{dum}. We onderzoeken de dilutie van de controlerende insiders op twee manieren. De samengevoegde dilutie² wordt gedefinieerd op basis van zowel de nieuwe aandelen uitgegeven bij de beursintroductie als de verkoop van de bestaande aandelen. Vanaf een verwatering van 50%, 40%, 30% of 20% van het aandeelhouderschap van de grootste aandeelhouder zal de dummy DIL_{dum} 1 aangeven. Het doel is op die manier twee samples te creëren, waarbij de ene sample IPO's bevat waarbij de controlerende insiders een zeer hoge dilutie vertonen. De IPO's in de andere sample vertonen dus een lage dilutie. De drempel tussen hoge en lage dilutie wordt door het gebruik van verschillende percentages aangepast om een sensitiviteitsanalyse te kunnen doen, en de robuustheid van de resultaten te kunnen testen. Omwille van dezelfde reden wordt er ook onderzocht aan de hand van de drie verschillende benchmarks, die gebruikt werden om de abnormale returns te berekenen. In de hypothesetest wordt een significant verschil in returns onderzocht tussen de twee samples:

H₀: CAR_{kt} DIL_{dum}0 = CAR_{kt} DIL_{dum}1

H₁: CAR_{kt} DIL_{dum}0 ≠ CAR_{kt} DIL_{dum}1

Daarnaast onderzoeken we apart de invloed van dilutie veroorzaakt door de verkoop van bestaande aandelen door insiders. Door de variabele InsSaledum te gebruiken, worden de twee samples opgedeeld in ondernemingen met controlerende insiders die secundaire aandelen verkopen en ondernemingen waarbij de dilutie enkel afkomstig is van de verkoop van primaire aandelen.

² De procentuele verandering van het aandeelhouderspercentage voor versus na IPO

De hypothesetest ziet er als volgt uit:

H0: CAR_{kt} InsSaledum0 = CAR_{kt} InsSaledum1

H1: CAR_{kt} InsSaledum0 ≠ CAR_{kt} InsSaledum1

Hierna zullen we met behulp van een t-test bepalen of er significant verschil is in de CAR tussen zowel DILdum0 en DILdum1 als InsSaledum0 en InsSaledum1:

We berekenen de gemiddelde CAR's op korte termijn en stellen die voor elke sample voor als \bar{x}_0 en \bar{x}_1 . We berekenen de standaarderror (SE) van de gemiddelde CAR's, via de formule $SE(\bar{x}_0 - \bar{x}_1) = \sqrt{\frac{s^2_0}{n_0} + \frac{s^2_1}{n_1}}$. Met s^2 zijnde de variantie van elke sample gedeeld door n_0 en n_1 , die de grootte van de sample aangeeft. Daarna kunnen we de t-statistiek van de onafhankelijke samples berekenen met de formule $t = \frac{(\bar{x}_0 - \bar{x}_1)}{SE(\bar{x}_0 - \bar{x}_1)}$. Wanneer de t-statistiek een waarde aangeeft die buiten het betrouwbaarheidsinterval op 10%, 5% of 1% significantieniveau valt, zal hypothese0 (H0) verworpen worden. Deze test is dezelfde voor de andere hypotheses enkel wordt de sample op basis van andere variabelen ingedeeld. De formules blijven bij elke hypothese hetzelfde en zullen we niet onnodig herhalen.

Hypothese 2

Voor hypothese 2 wordt de invloed van de verkoop van bestaande aandelen van insiders en PE-investeerders op de korte termijn rendementen met elkaar vergeleken. Dit doen we door de ondernemingen met verkoop van bestaande aandelen op te delen in ondernemingen waar insiders hun bestaande aandelen verkopen en waar private equity investeerders hun bestaande aandelen verkopen. De IPO's verzamelen we in de dummy INSvsPEdum, waarbij de dummy 0 aangeeft bij verkopende insiders en 1 bij verkopende private equity investeerders.

H0: CAR_{kt} INSvsPEdum0 = CAR_{kt} INSvsPEdum1

H1: CAR_{kt} INSvsPEdum0 ≠ CAR_{kt} INSvsPEdum1

Daarnaast kunnen we zoals in hypothese 1 apart de invloed van de verkoop van bestaande aandelen door private equity investeerders op de underpricing en korte termijn return onderzoeken. Deze sample wordt dan vergeleken met de IPO's waar geen secundaire aandelen aangeboden worden.

De hypothesetest ziet er als volgt uit:

H0: CAR_{kt} PESaledum0 = CAR_{kt} PESaledum1

H1: CAR_{kt} PESaledum0 ≠ CAR_{kt} PESaledum1

3.7.2. Invloed van de aandeelhoudersstructuur op de lange termijn returns

Hieronder brengen we de 2 hypothesen samen die de invloed van (veranderingen in) de aandeelhoudersstructuur onderzoekt op lange termijn returns:

Hypothese 3: IPO's met blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder na IPO realiseren hogere lange termijn returns in vergelijking met IPO's waar de controlerende aandeelhouder zich niet op lange termijn met de onderneming verbindt.

Hypothese 4: IPO's waar naast een controlerende aandeelhouder na IPO ook nog VC's op lange termijn in de onderneming aanwezig zijn, realiseren hogere lange termijn returns in vergelijking met IPO's waar enkel een controlerende insider op lange termijn in de onderneming aanwezig is.

Nu onderzoeken we de maandelijkse cumulatieve abnormale returns van twee afzonderlijke samples op de lange termijn. De formules met betrekking tot de t-test blijven dus hetzelfde enkel worden de korte termijn CAR's vervangen door lange termijn CAR's.

Hypothese 3

In hypothese 3 onderzoeken we de invloed van het controlepercentage die controlerende aandeelhouders voor IPO aanhouden gedurende de drie jaar na de beursgang op de lange termijn returns. De dummy $3jrControlledum$ is 1 of 0 afhankelijk van het aandeelhouderspercentage 3 jaar na beursgang van de controlerende aandeelhouder aanwezig voor IPO. De twee samples worden opgedeeld door gebruik van verschillende percentages, zijnde 10%, 30% en 50%. Er worden twee samples gevormd:

$3jrControlledum = 1$

$3jrControlledum = 0$

De derde hypothese ziet er dan als volgt uit:

$H_0: CAR_{it}^{3jrControlledum=0} = CAR_{it}^{3jrControlledum=1}$

$H_1: CAR_{it}^{3jrControlledum=0} \neq CAR_{it}^{3jrControlledum=1}$

Hierna zullen we net als het onderzoek toegespitst op de korte termijn, met behulp van een 2 sample t-test bepalen of er significant verschil is in de CAR op lange termijn. We zullen de berekeningswijze niet onnodig herhalen aangezien deze gelijkaardig is aan die op korte termijn, enkel wordt er nu gewerkt met maandelijkse cumulatieve abnormale returns over drie jaar.

Hypothese 4:

Met het oog op het toetsen van hypothese 4 bestaan de twee samples uit de ondernemingen met PE-investeerders die op lange termijn in de onderneming blijven en ondernemingen zonder PE-investeerders of PE-investeerders die gedurende de eerste jaren na IPO de onderneming verlaten. Aan de hand van een dummy ($3jrPEdum$) wordt er bepaald of er een significant

aandeelhouderschap aanwezig is van lange termijn private equity investeerders in de onderneming. Vanaf een aandeelhouderschap van 20%, 10% of 0% wordt er uitgegaan van een significante deelneming van langdurig aanwezige private equity investeerders en zal de dummy 1 aangeven.

Hypothesetest 4 stelt:

H0: $CAR_{it}^{3jrPEdum0} = CAR_{it}^{3jrPEdum1}$

H1: $CAR_{it}^{3jrPEdum0} \neq CAR_{it}^{3jrPEdum1}$

3.8. Onderzoeksresultaten

3.8.1. Resultaten van de aandeelhoudersstructuur op de korte termijn returns

We zullen de resultaten op dezelfde manier opdelen en bespreken als in de onderzoeksopzet, eerst volgen dus de resultaten die betrekking hebben op de korte termijn returns, met als afhankelijke variabele de onderpricing.

Hypothese 1

In onderstaande tabellen worden de abnormale returns en de t-statistieken verzameld van de testen voor twee onafhankelijke samples. Eerst worden de returns van beide samples weergegeven, daarna bespreken we de significantie van deze resultaten aan de hand van de t-statistieken. De t-statistieken geven de significantie weer van het verschil in onderpricing of korte termijn return tussen de twee samples. De eerste resultaten omtrent dilutie betreffen zowel de verkoop van bestaande- als nieuwe aandelen.

We zien in tabel 5 dat naarmate de drempelwaarde van de dummy voor de opdeling van de samples groter wordt, de onderpricing van de twee samples steeds verder uit elkaar ligt. De resultaten zijn echter het tegenovergestelde van wat de signaaltheorie doet verwachten. Uit de resultaten blijkt dat de ondernemingen in de sample met een dilutie van minder dan 50% een gemiddelde onderpricing realiseren van 4,69%. De IPO's met een dilutie van meer dan 50% zijn daarentegen overprijsd met een onderpricing van -2,62% als gevolg.

<u>Hypothese 1</u>	<u>Sample Lage Insider Dilutie</u>	<u>Sample Hoge Insider Dilutie</u>
<u>BAS Index</u>		
Underpricing dummy dilutie 20%	3,98%	3,98%
Underpricing dummy dilutie 30%	5,04%	2,15%
Underpricing dummy dilutie 40%	4,72%	-1,33%
Underpricing dummy dilutie 50%	4,69%	-2,62%

Tabel 5 – De onderpricing voor IPO's met aandeelhouders met lage- en hoge dilutie gebaseerd op de groeperingsvariabele dilutie³

In tegenstelling tot de vooropgestelde hypothese van de signaaltheorie, ondervinden we dus dat de onderpricing daalt naarmate de dilutie van insiders stijgt. We moeten dus concluderen dat het negatieve signaal van de hoge dilutie niet wordt opgepikt door alle investeerders. Dit komt overeen

³ De groeperingsvariabele dilutie deelt de steekproef op in IPO's met een lage- of hoge dilutie. De drempelwaarde bedraagt 20%, 30%, 40% of 50% zoals vermeld in tabel 4. Voor de IPO's opgedeeld in de twee onafhankelijke samples wordt telkens de gemiddelde onderpricing weergegeven aan de hand van de BAS index.

met de bevindingen van de market timing theorie, waarin wordt gesteld dat initiële eigenaars meer geneigd zijn aandelen publiek aan te bieden wanneer overoptimistische investeerders misleid kunnen worden. Door hun overoptimisme zijn ze bereid een hogere prijs te betalen voor een aandeel. Ondanks het signaal van de hoge dilutie, blijken investeerders dus misleid te worden en betalen ze een te hoge prijs.

In tabel 6 zien we de t-statistieken voor de underpricing van de twee samples. Bij een dilutiedrempelwaarde van 50% is de underpricing tussen de twee samples significant verschillend op 10% significantieniveau voor alle gebruikte indexen. We kunnen dus de theorie van de market timing bevestigen.

<u>Hypothese 1</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
T-stat dilutie 20%	0,002	0,051	0,010
T-stat dilutie 30%	1,138	1,150	1,180
T-stat dilutie 40%	1,649*	1,649*	1,640
T-stat dilutie 50%	1,821*	1,816*	1,797*

Tabel 6 – T-statistieken voor de korte termijn underpricing⁴ met als groeperingsvariabele de dilutie van insiders op 20%,30%,40% en 50%.

Nu volgen de resultaten voor de secundaire verkopen door insiders, die staan afgebeeld in tabel 7. De samples worden opgedeeld in ondernemingen waar de insiders secundaire aandelen verkopen en waar IPO's enkel nieuwe aandelen uitgeven. Hiervoor werd de dummy *InsSales0/1*⁵ en *InsSales>5%*⁶ gebruikt. De gemiddelde abnormale korte termijn returns voor de *InsSales0/1*-dummy van de twee samples bedragen 11,44% en 1,27% voor de IPO's zonder en met de verkoop bestaande aandelen. De underpricing bedraagt in dit geval 5,84% en 1,37% en de abnormale initiële return 5,59% en 0,10%. Wanneer we de korte termijn returns vergelijken met de resultaten voor de dummy *InsSales>5%*, zien we dat er weinig veranderingen optreden. Voor de IPO's waar insiders meer dan 5% van de aandelen voor IPO verkopen vinden we een gemiddelde underpricing van -0,62%, wat nog een lichte daling is ten opzichte van de underpricing bij de *InsSales0/1*-dummy. Voor IPO's zonder verkopende insiders of verkopende insiders die minder dan 5% van het totaal aantal aandelen voor IPO verkopen, is de underpricing 5,61%. We kunnen een duidelijk verschil vaststellen tussen de returns van de IPO's waar insiders hun bestaande aandelen verkopen en de IPO's waar ze dit niet doen.

⁴ Voor de berekening van de korte termijn underpricing hebben we ons gebaseerd op drie verschillende indexen: De BAS of Belgian All Share index, de BEL20 index en de Euronext100 index.

⁵ De dummy *SalesIns0/1* deelt de steekproef op in ondernemingen waar insiders bestaande aandelen verkopen en ondernemingen waar enkel nieuwe aandelen uitgegeven worden.

⁶ De dummy *SalesIns>5%* deelt de steekproef op in ondernemingen waar insiders meer dan 5% van de aandelen verkopen in vergelijking met het aantal aandelen voor IPO en IPO's die minder dan 5% of geen bestaande aandelen aanbieden.

<u>Hypothese 1</u>	<u>Sample zonder verkoop van bestaande aandelen</u>	<u>Sample met verkoop van bestaande aandelen door insiders</u>
<u>BAS Index</u>		
KT-return SalesIns0/1	11,44%	1,27%
Underpricing SalesIns0/1	5,84%	1,37%
Initiële return SalesIns0/1	5,59%	0,10%
KT-return SalesIns>5%	11,08%	-0,65%
Underpricing SalesIns>5%	5,61%	-0,62%
Initiële return SalesIns>5%	5,47%	-0,02%

Tabel 7 – De gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return voor de IPO's zonder en met de verkoop van bestaande aandelen door insiders.

Wanneer we de significantie van het verschil in gemiddelde return tussen de twee samples willen bekijken, kunnen we dit doen aan de hand van de t-statistieken in tabel 8. Voor de InsSales0/1-dummy zijn bij de BAS index alle t-statistieken groter dan 1,645 en dus significant zijn op 10% significantieniveau. Voor de abnormale korte termijn return is de t-statistiek zelfs significant op 5% significantieniveau aangezien hij 2,212 bedraagt en de kritische waarde 1,96 overschrijdt. Wanneer de dummy InsSales>5% genomen wordt, blijken de korte termijn return en de underpricing ook significant op 10% significantieniveau. Enkel het verschil in de initiële return tussen de twee sample is niet meer significant. Er is ook weinig verschil in de t-statistieken tussen de verschillende indexen. Dit is logisch aangezien we in de beschrijvende statistieken reeds constateerden dat de underpricing ongeveer 4% bedraagt voor alle gebruikte indexen.

<u>Hypothese 1</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
SalesIns 0/1			
KT-return	2,212**	2,185**	2,184**
Underpricing	1,688*	1,685*	1,693*
Initiële return	1,720*	1,684*	1,661*
SalesIns >5%			
KT-return	1,905*	1,869*	1,864*
Underpricing	1,790*	1,782*	1,768*
Initiële return	1,238	1,195	1,185

Tabel 8 – T-statistieken voor de gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return met als groeperingsvariabele de dummy's InsSales0/1 en InsSales>5%.

** = 5% significantieniveau

* = 10% significantieniveau

De market timing theorie lijkt hier duidelijk van toepassing op de resultaten van de twee samples, de underpricing van de sample waar insiders bestaande aandelen verkopen is significant lager dan die van de sample waar enkel nieuwe aandelen verkocht worden.

Anderzijds tonen de hogere korte termijn en initiële return aan dat er bij de IPO's die enkel nieuwe aandelen verkopen meer optimisme is dan bij IPO's waar insiders bestaande aandelen verkopen.

Om de invloed van de verkoop van bestaande aandelen op de korte termijn return verder te onderzoeken, hebben we een bijkomende test uitgevoerd. We zullen nu de IPO's met bestaande aandelen in het aanbod vergelijken met de IPO's die enkel bestaan uit de uitgifte nieuwe aandelen, dit ongeacht of de verkoop van bestaande aandelen van insiders afkomstig is.

Wanneer niet louter naar insiders gekeken wordt, zijn de resultaten in tabel 9 nog duidelijker. De sample wordt nu opgedeeld in ondernemingen waar secundaire aandelen verkocht worden en ondernemingen waar enkel primaire aandelen verkocht worden bij de beursgang. De verschillen in korte termijn returns tussen de twee samples in onderstaande tabel zijn zeer duidelijk. Zoals je kan zien realiseren de 23 IPO's zonder verkoop van bestaande aandelen een return van 11,44% en de 18 IPO's met verkoop van bestaande aandelen 0,79%. Dezelfde trend is uiteraard zichtbaar bij underpricing en initiële return die een onderdeel zijn van de totale korte termijn return.

<u>Hypothese 1</u>	<u>Sample IPO's zonder verkoop van bestaande aandelen</u>	<u>Sample IPO's met verkoop van bestaande aandelen</u>
<u>BAS Index</u>		
KT-return SecSales	11,44%	0,79%
Underpricing SecSales	5,84%	1,59%
Initiele return SecSales	5,59%	-0,80%

Tabel 9 – De gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return van IPO's met- en zonder verkoop van bestaande aandelen.

Zoals verwacht zijn de t-statistieken van de drie returns allemaal significant. De korte termijn return is de gehele return, namelijk vanaf de offerprijs tot 4 dagen na de beursgang. De underpricing is de return vanaf de offerprijs tot het einde van de eerste beursdag, en de initiële return is de return vanaf het einde van de eerste beursdag tot het einde van de vierde beursdag. De totale korte termijn return is zoals te zien in tabel 10 significant op 1% significantieniveau (>2,576), de underpricing op 10% en de initiële return op 5%. Deze resultaten geven duidelijk aan dat initiële eigenaars die hun bestaande aandelen willen verkopen, veel minder geneigd zijn om hun aandelen underpriced op de markt te brengen. Anderzijds blijkt opnieuw dat investeerders optimistischer zijn indien er geen verkoop is van bestaande aandelen.

<u>Hypothese 1</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
SecSales			
KT-return	2,648***	2,620***	2,612***
Underpricing	1,767*	1,765*	1,735*
Initiele Return	2,265**	2,224**	2,214**

Tabel 10 – T-statistieken voor de korte termijn return, underpricing en initiële return voor de groeperingsvariabele SecSales.

***= 1% significantieniveau

**= 5% significantieniveau

*= 10% significantieniveau

Als de underpricing laag is wanneer veel secundaire aandelen verkocht worden, zou dit ook zichtbaar kunnen zijn in de mate van verdere afbouw van het aandeelhouderschap van de initiële aandeelhouders gedurende de drie jaar na de beursgang. Twee samples werden opgedeeld op basis van aandeelhouderaanwezigheid van de controlerende aandeelhouder 3 jaar na de beursgang.

In tabel 11 is te zien dat de gemiddelde abnormale korte termijn return voor de sample zonder blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder voor IPO -1,26% bedraagt en de underpricing -0,57%. Dit zijn de resultaten voor de IPO's waar het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder voor IPO onder de 10% gedaald is op het moment dat de onderneming drie jaar op de beurs noteert. De groep van ondernemingen waar dit hoger dan 10% blijft, is de korte termijn return 8,42% en de underpricing 4,91%. Dezelfde test werd uitgevoerd voor een drempelwaarde van 30%, hier werden echter vrijwel gelijke rendementen gevonden voor de korte termijn return (6,47% versus 7,02%) en de underpricing (4,26% versus 3,74%). Deze resultaten doen vermoeden dat de ondernemingen waar de controlerende aandeelhouder van plan is om een heel groot deel van zijn aandelen te verkopen of volledig uit de onderneming te stappen, veel minder underpricing toelaten. De voornaamste reden hiervoor lijkt het eigenbelang, aangezien underpricing de prijs van hun eigen te koop aangeboden aandelen verlaagt. Bij de verkoop van primaire aandelen is de kost van underpricing voor het hele bedrijf aangezien de kost pro rata verspreid wordt over alle aandeelhouders. Bij de verkoop van bestaande aandelen is de kost van underpricing echter enkel voor die aandeelhouder die zijn aandelen verkoopt. Hij draagt dan 100% van de underpricingkosten. De reden dat de signaaltheorie niet tot uiting komt in de underpricing ligt wellicht aan het eigenbelang van deze aandeelhouders, waardoor ze niet bereid zijn de offerprijs te laten zakken. Maar ook doordat de initiële aandeelhouders er toch in slagen om een aantal overoptimistische investeerders te misleiden.

<u>Hypothese 1</u>	<u>Sample IPO's zonder blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder</u>	<u>Sample IPO's met blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder</u>
<u>BAS Index</u>		
KT-return 3jrControlDum10%	-1,26%	8,42%
Underpricing 3jrControlDum10%	-0,57%	4,91%
KT-return 3jrControlDum30%	6,47%	7,02%
Underpricing 3jrControlDum30%	4,26%	3,74%

Tabel 11 – Gemiddelde abnormale korte termijn return en underpricing voor IPO's met en zonder blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder voor IPO.

In Tabel 12 zien we inderdaad dat de resultaten bij de 10%-dummy significant zijn en de market timing hypothese opnieuw bevestigen. Wanneer de grootste controlerende aandeelhouder voor IPO minder dan 10% van de aandelen overhoudt 3 jaar erna, blijken deze IPO's met een lagere underpricing op de markt te zijn gebracht. De resultaten voor de korte termijn return en de underpricing zijn significant op 10% significantieniveau. Wanneer de groeperingsvariabele 30% aanhoudt zijn er geen significante verschillen meer merkbaar.

<u>Hypothese 1</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
3jrControlDum10%			
KT-return	-1,744*	-1,729*	-1,761*
Underpricing	-1,729*	-1,720*	-1,723*
3jrControlDum30%			
KT-return	-0,129	-0,126	-0,198
Underpricing	0,207	0,202	0,240

Tabel 12 – T-statistieken voor de gemiddelde abnormale korte termijn return en underpricing voor de groeperingsvariabele ControlDum met een drempelwaarde van 10% en 30%.

Hypothese 2

In de tweede hypothese onderzoeken we het onderscheid tussen secundaire verkopen door insiders en private equity investeerders. De eerste test vergelijkt de gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return voor de verkoop van bestaande aandelen door insiders en private equity investeerders. De returns in tabel 13 blijken niet ver uit elkaar te liggen. Het verschil tussen de twee samples is het grootste bij de initiële return, maar blijft beperkt tot 2,07%. De initiële return bedraagt 0% bij de IPO's met verkopende insiders en -2,07% bij IPO's met verkopende PE-investeerders.

Wanneer we naar de significantie van de resultaten kijken bij dummy INSvsPE in tabel 15, zijn de verschillen tussen de returns van de samples niet significant voor de korte termijn return en de underpricing. De initiële return is echter wel significant verschillend op 5% significantieniveau bij alle drie de indexen. Dit duidt erop dat er iets minder overoptimisme aanwezig is wanneer ervaren PE-investeerders de onderneming verlaten. Maar voor de underpricing en de korte termijn return geldt dat de soort aandeelhouder bij de verkoop van bestaande aandelen niet veel invloed heeft op de korte termijn rendementen. De hypothese dat private equity investeerders minder underpricing nodig hebben of meer optimisme genereren omdat investeerders verwachten dat ze de IPO als een exit-strategie zien, wordt niet bevestigd. De underpricing bij IPO's waar private equity investeerders aandelen verkopen is zelfs iets hoger (2,45%) dan die bij IPO's met verkopende insiders (1,05%).

<u>Hypothese 2</u>	<u>Sample IPO's met verkoop bestaande aandelen door insiders</u>	<u>Sample IPO's met verkoop bestaande aandelen door PE-investeerders</u>
<u>BAS Index</u>		
INSvsPESale		
KT-return	1,05%	0,39%
Underpricing	1,05%	2,45%
Initiële return	0%	-2,07%

Tabel 13 – Gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return voor IPO's met verkopende insiders en IPO's met verkopende PE-investeerders.

Om deze resultaten te bevestigen, kunnen we ook de verkoop van bestaande aandelen door private equity investeerders vergelijken met ondernemingen die enkel primaire aandelen verkopen. De resultaten van deze test kunnen we vergelijken met de gelijkaardige test uitgevoerd voor insiders bij hypothese 1. Deze resultaten worden verzameld in tabel 14.

Uit de resultaten blijkt inderdaad dat de korte termijn abnormale returns van de sample IPO's met verkopende insiders gelijkaardig zijn aan die van IPO's met verkopende PE-investeerders. De totale korte termijn return voor de sample IPO's met verkopende insiders uit hypothese 1 bedroeg 1,27%. Voor de IPO's met verkopende PE-investeerders bedraagt deze return 1,53%. De korte termijn return, underpricing en initiële return van beide samples zijn ook veel lager dan de sample IPO's zonder verkoop van bestaande aandelen, zoals te zien in tabel 14. Bij de BAS index bedraagt de gemiddelde abnormale korte termijn return van de IPO's zonder verkoop van bestaande aandelen gemiddeld 11,44%, die met verkoop van bestaande aandelen door private equity investeerders is 1,53%. Ook bij de initiële return zien we dat bij IPO's met verkoop van bestaande aandelen de return lager is, met -1,70% bij secundaire verkopen door PE-investeerders en 5,59% initiële return bij IPO's die alleen primaire aandelen verkopen.

Om de robuustheid van deze resultaten te testen hebben we de drempelwaarde voor de sample IPO's met verkoop van bestaande aandelen ook eens verhoogd naar 5%. De returns blijven

nagenoeg gelijk, de gemiddelde abnormale korte termijn return daalt nu van 1,53% naar 1,16%, dezelfde lichte daling is zichtbaar bij de andere returns.

<u>Hypothese 2</u>	<u>Sample IPO's zonder verkoop bestaande aandelen</u>	<u>Sample IPO's met verkoop bestaande aandelen door PE- investeerders</u>
<u>BAS Index</u>		
PESale0/1		
KT-return	11,44%	1,53%
Underpricing	5,84%	3,23%
Initiële return	5,59%	-1,70%
PESale>5%		
KT-return	10,77%	1,16%
Underpricing	5,50%	3,16%
Initiële return	5,26%	-2%

Tabel 14 – Gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return voor IPO's die enkel primaire aandelen uitgeven en IPO's waar PE-investeerders secundaire aandelen verkopen.

Bij de IPO's met verkopende insiders was de korte termijn return, de underpricing en de initiële return significant verschillend ten opzichte van de IPO's die geen secundaire aandelen verkochten. Wanneer we kijken naar de significantie van de returns bij PESale0/1 is dit voor de korte termijn- en initiële return het geval en niet voor de underpricing. De t-statistieken bedragen respectievelijk 1,938 voor de korte termijn return; 0,889 voor de underpricing en 2,025 voor de initiële return bij de BAS index. Dit geeft een indicatie dat hoewel de underpricing niet significant verschillend is, de offerprijs minder onder de marktwaardering zit. Aan de andere kant toont de significantie van het verschil in initiële return aan dat er minder optimisme is van investeerders omtrent de IPO's waar PE-investeerders secundaire aandelen verkopen.

<u>Hypothese 2</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
INSvsPE			
KT-return	0,223	0,272	0,205
Underpricing	-0,496	-0,481	-0,586
Initiële return	2,245**	2,285**	2,379**
PESale0/1			
KT-return	1,938*	1,922*	1,927*
Underpricing	0,889	0,89	0,862
Initiële return	2,025**	1,998**	2,015**
PESale>5%			
KT-return	1,505	1,486	1,466
Underpricing	0,645	0,647	0,584
Initiële return	1,623	1,593	1,607

Tabel 15 – T-statistieken van de gemiddelde abnormale korte termijn return, underpricing en initiële return voor de dummy's INSvsPE, PESale0/1 en PESale>5%

We kunnen concluderen dat er geen significant onderscheid in return merkbaar is bij de verkoop van aandelen door insiders of private equity investeerders. Enkel zijn investeerders nog iets pessimistischer (lagere initiële return) wanneer private equity investeerders bestaande aandelen verkopen dan wanneer insiders dit doen. Secundaire verkopen door private equity investeerders zorgen voor een lagere underpricing in vergelijking met IPO's die enkel primaire aandelen verkopen, hetgeen de market timing hypothese bevestigt. De bedrijven die enkel primaire aandelen uitgeven realiseren hogere korte termijn returns en initiële returns, wat erop wijst dat investeerders in dit geval optimistischer zijn dan wanneer er secundaire aandelen verkocht worden door private equity investeerders.

3.8.2. Resultaten van de aandeelhoudersstructuur op de lange termijn returns

Nu volgen de resultaten die betrekking hebben op de abnormale lange termijn returns. De afhankelijke variabele is de driejarige abnormale lange termijn return vanaf de beursgang tot aan het einde van het derde beursjaar.

Hypothese 3

We onderzoeken of de blijvende aanwezigheid van de grootste controlerende aandeelhouder gedurende de drie jaar na beursgang een positief effect heeft op de lange termijn return. We gebruiken de 3jrControl-dummy om de grootte van het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder 3 jaar na IPO te onderscheiden op 10%, 30%, en 50%. De returns zijn verzameld in tabel 16.

De resultaten blijken niet overeen te komen met de vooropgestelde hypothese, met name de verwachting van een superieure prestatie door de blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder. De lange termijn abnormale return van de sample met hoog blijvend aandeelhouderschap is bij de drempelwaarde van 50% maar liefst -32,71%, wat veel lager is dan de -4,04% gemeten bij de sample met laag blijvend aandeelhouderschap. Ook wanneer een drempelwaarde van 30% of 10% genomen wordt, zien we dat de sample IPO's met hoog blijvend aandeelhouderschap opmerkelijk lagere abnormale lange termijn returns behalen.

<u>Hypothese 3</u>	<u>Sample IPO's met laag blijvend aandeelhouderschap</u>	<u>Sample IPO's met hoog blijvend aandeelhouderschap</u>
3jrControlDum10%		
LT-return	-1,93%	-13,69%
3jrControlDum30%		
LT-return	0,98%	-22,49%
3jrControlDum50%		
LT-return	-4,04%	-32,71%

Tabel 16 – De gemiddelde abnormale lange termijn returns van de samples met laag en hoog blijvend aandeelhouderschap aan de hand van een drempelwaarde voor het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder van 10%, 30% en 50%.

In tabel 17 zien we dat de t-statistieken voor de 30- en 50%-dummy significant zijn. Voor de BAS index bedragen deze 2,057 en 2,280, wat betekent dat het verschil in return tussen beide samples in beide gevallen significant is op 5% significantieniveau. Enkel bij een drempelwaarde van 10% is het verschil tussen de abnormale lange termijn returns van beide samples niet significant.

<u>Hypothese 3</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
3jrControlDum10%			
LT-return	0,706	0,830	0,820
3jrControlDum30%			
LT-return	2,057**	2,156**	1,748*
3jrControlDum50%			
LT-return	2,280**	2,228**	2,065**

Tabel 17 – De t-statistieken voor het verschil in gemiddelde abnormale lange termijn returns voor de samples met laag- en hoog blijvend aandeelhouderschap met een drempelwaarde van 10%, 30% en 50%.

De reden voor deze resultaten ligt zeer waarschijnlijk in het gebruik van zowel de bedrijven op de eerste markt van Brussel als die op vrije markt van Brussel. In de theorie hebben we reeds beschreven dat de grootte van de IPO's een belangrijke factor kan zijn in de lange termijn prestaties. Veel IPO's op de vrije markt van Brussel zijn kleine bedrijven die een lage diversiteit aan aandeelhouders hebben. Veel ondernemingen worden door een beperkt aantal natuurlijke

personen gehouden en dus bezit de grootste controlerende aandeelhouder een hoog percentage van de aandelen voor IPO. Daarnaast constateren we in de beschrijvende statistieken dat de kleine IPO's op de vrije markt van Brussel een veel hogere lock-up periode hebben in vergelijking met die op eerste markt van Brussel, wat resulteert in veel minder aandelenverschuivingen. Voeg daaraan toe dat op het moment dat de lock-up voorbij is, veel van de ondernemingen zich midden in de financiële crisis bevinden en hun aandeelhouders terughoudend zijn om aandelen te verkopen tegen een lage prijs. Dit maakt dat het aandeelhouderschap van de kleine bedrijven op de vrije markt van Brussel veel minder veranderingen ondergaat dan dat bij de ondernemingen op de eerste markt van Brussel het geval is.

Om deze theorie empirisch te verifiëren zullen we een korte regressie opstellen om de invloed van de eerste- of vrije markt van Brussel (DummyMarkt) op de lange termijn abnormale returns te onderzoeken. De DummyMarkt geeft een 1 voor alle IPO's die noteren op de Eerste markt van Brussel en een 0 voor de IPO's op de Vrije markt van Brussel. We verwachten hier dat β_1 positief is aangezien we stellen dat de abnormale lange termijn returns van de IPO's op de Eerste markt van Brussel hoger zijn dan die van de IPO's op de Vrije markt van Brussel. Daarnaast nemen we 3 andere verklarende variabelen op in de regressie. De variabele 3jrControle dient voor de relatie weer te geven tussen de lange termijn returns en het controlepercentage dat de grootste controlerende aandeelhouder voor IPO aangehouden heeft gedurende de 3 jaar na de beursintroductie. We verwachten dat de IPO's op de Vrije markt van Brussel een controlerende aandeelhouder hebben die een groter controlepercentage aanhoudt dan die van IPO's op de Eerste markt van Brussel. Bijgevolg veronderstellen we een negatieve relatie tussen de abnormale lange termijn return en de grootte van de controlerende aandeelhouder drie jaar na IPO. De variabele LogGrootte is het logaritme van de variabele ProxiGrootte, die de offerprijs vermenigvuldigde met het aantal uitstaande aandelen voor IPO. We hebben het logaritme van ProxiGrootte genomen om ervoor te zorgen dat de variabele een normale verdeling heeft. De variabele 3jrPE geeft het aandeelpercentage van private equity investeerders 3 jaar na de IPO weer. We verwachten dat de aanwezigheid van ervaren private equity investeerders op lange termijn een positieve invloed zal hebben op de lange termijn prestaties. De opgestelde regressie ziet er dan als volgt uit:

$$CARIt = \alpha + \beta_1 \text{DummyMarkt} + \beta_2 \text{3jrControle} + \beta_3 \text{LogGrootte} + \beta_4 \text{3jrPE}$$

In tabel 18 worden geven we de regressiecoëfficiënten van de onafhankelijke variabelen met daaronder de standaarddeviatie tussen haakjes. In kolom 5 geven we ter verduidelijking de t-statistieken aan de hand van de euronext100 index.

<u>Hypothese 3</u>	<u>CARit BAS Index</u>	<u>CARit BEL20 Index</u>	<u>CARit Euronext100 Index</u>	<u>T-statistieken Euronext 100 Index</u>
Constante	1,059 (1,146)	0,961 (1,132)	0,853 (1,139)	0,749
DummyMarkt	0,379 (0,280)	0,376 (0,276)	0,329 (0,278)	1,183
3jrControle	-0,382 (0,406)	-0,360 (0,401)	-0,352 (0,403)	-0,873
LogGrootte	-0,165 (0,163)	-0,151 (0,161)	-0,139 (0,161)	-0,863
3jrPE	0,451 (0,486)	0,458 (0,480)	0,377 (0,483)	0,782

Tabel 18 - De regressiecoëfficiënten en t-statistieken van de constante, DummyMarkt, 3jrControle, LogGrootte en 3jrPE met als afhankelijke variabele de abnormale lange termijn return op basis van de BAS, BEL20 en Euronext100 index.

Zowel de coëfficiënten van de DummyMarkt als die van de 3jrControle zijn niet significant. We kunnen echter wel de coëfficiënten van de onafhankelijke variabelen interpreteren. Hoewel niet significant, is het teken van de coëfficiënten van de DummyMarkt en de 3jrControl wel zoals in de assumptie werd verwacht. IPO's die noteren op de Eerste markt van Brussel blijken volgens de euronext100 index een return te behalen die 32,9% hoger is. De standaarddeviatie bedraagt echter 27,8%, waardoor de coëfficiënt niet significant is. Voor de 3jrControle geldt dat wanneer het controlepercentage met 1% stijgt, de lange termijn abnormale return daalt met 0,352%. Dit komt overeen met de stelling dat de aandeelhouders van kleine bedrijven op de vrije markt van Brussel een hoger controlepercentage aanhouden en dat deze bedrijven een hogere lange termijn underperformance vertonen.

Wanneer we kijken naar de variabelen LogGrootte, zien we dat het regressiecoëfficiënt van LogGrootte niet het verwachte resultaat oplevert. Er wordt namelijk een niet significant, maar negatief verband gevonden tussen grootte en lange termijn performantie. De variabele 3yrPE geeft zoals verwacht een positief regressiecoëfficiënt. Maar gezien de resultaten niet significant zijn, kunnen we aan deze resultaten geen verdere conclusies verbinden.

We hebben daarom bijkomend een t-test uitgevoerd om te kijken hoezeer de grootte van de onderneming invloed heeft op de lange termijn returns aangezien er in bovenstaande regressie verrassend een negatieve invloed gevonden wordt van grootte op lange termijn performantie.

Hiervoor gebruiken we de proxy voor grootte uit de beschrijvende statistieken, en de GrootteDummy⁷.

Uit tabel 19 kunnen we afleiden dat er een duidelijk verschil is tussen de gemiddelde abnormale lange termijn return voor de samples met grote- en kleine IPO's. Voor de Euronext100 index bedraagt de lange termijn underperformance voor de bedrijven met een waarde kleiner dan 25 miljoen -17,50% en voor de bedrijven met een waarde groter dan 25 miljoen bedraagt de underperformance slechts -4,94%. Wanneer we de sample opdelen op basis van een ondernemingswaarde van 50 miljoen blijken de resultaten nog verder uit elkaar te liggen, -24,1% lange termijn underperformance voor de kleine IPO's en 9,84% voor de sample met de grote IPO's.

<u>Hypothese 3</u>	LT-return kleine IPO's	LT-return grote IPO's
Euronext100		
GrootteDum25	-17,50%	-4,94%
GrootteDum50	-24,1%	9,84%
BEL20		
GrootteDum25	-13,25%	3,08%
GrootteDum50	-19,39%	18,09%
BAS		
GrootteDum25	-14,22%	0,29%
GrootteDum50	-20,78%	15,54%

Tabel 19 – De gemiddelde abnormale lange termijn returns van de kleine- en grote IPO's op basis van de grootte-dummy.

Uit de t-statistieken in tabel 20 kunnen we afleiden dat bij een grootte boven of onder de 50 miljoen EUR er een zeer significant (1%*** en 5%***) verschil is tussen de lange termijn abnormale returns van grote en kleine IPO's. De t-statistiek voor de abnormale returns berekend aan de hand van BEL20 index is hier het grootst en bedraagt -2,724. Bij een bedrijfswaarde van 25 miljoen EUR vonden we behoorlijke verschillen tussen de lange en korte termijn resultaten, maar deze blijken niet significant. Deze resultaten komen overeen met die reeds gevonden door Brav en Gompers (2007), die de lange termijn underperformance van IPO's toeschreef aan de slechte prestaties van kleine IPO's. Zij ondervonden dat kleine IPO's een significante underperformance vertoonden ten opzichte van de markt en dat grote IPO's weinig tot geen onderperformantie vertoonden.

In onze resultaten presteren de grote IPO's echter beter dan de markt wanneer ze een ondernemingswaarde van 50 miljoen EUR overschrijden. Een belangrijke oorzaak hiervan is de zeer hoge lange termijn return van Thrombogenics (160%). Wanneer we deze factor uit de sample

⁷ We gebruiken als groeperingsvariabele voor de grootte-proxy de grens van 25 miljoen en 50 miljoen bedrijfswaarde. Deze waarde werd in de proxi berekend als het aantal aandelen voor IPO vermenigvuldigd met de gebruikte offerprijs bij de beursgang.

verwijderen, blijven de resultaten bij alle indexen significant op 5% significantieniveau. Enkel daalt de gemiddelde abnormale return voor de grote IPO's met ongeveer 11% en komt de gemiddelde abnormale return dichterbij 0% en dus dichterbij die van de index te liggen. Deze resultaten met betrekking tot de grootte van de IPO verklaren waarom de blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder niet het verwachte resultaat oplevert.

<u>Hypothese 3</u>	<u>BAS Index</u>	<u>BEL20 Index</u>	<u>Euronext100 Index</u>
GrootteDum25			
LT-return	-0,996	-1,146	-0,883
GrootteDum50			
LT-return	-2,571**	-2,724***	-2,452**

Tabel 20 – T-statistieken voor het verschil in gemiddelde abnormale lange termijn returns tussen de samples met grote- en kleine ondernemingen.

Wanneer we de test voor blijvend aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder enkel uitvoeren voor de eerste markt van Brussel zien we dat de underperformance van blijvend aandeelhouderschap niet bevestigd wordt. Er wordt geen significant verschil gevonden tussen de gemiddelde abnormale lange termijn returns van de twee samples.

<u>Hypothese 3</u>	<u>Euronext100 Index</u>
3jrControlDum10%	
LT-return	0,131
3jrControlDum30%	
LT-return	0,042

Tabel 21 – De t-statistieken voor de gemiddelde abnormale lange termijn returns van de samples met laag en hoog blijvend aandeelhouderschap aan de hand van een drempelwaarde voor het aandeelhouderschap van de controlerende aandeelhouder van 10% en 30%.

De returns zijn voor beide samples nagenoeg gelijk. We kunnen dus concluderen dat blijvend aandeelhouderschap van een controlerende aandeelhouder geen significante invloed heeft op de lange termijn returns van IPO's. De t-test op basis van een drempelwaarde van 50% hebben we niet opgenomen omdat het aantal IPO's met blijvend aandeelhouderschap boven de 50% slechts 2 bedroeg.

Hypothese 4

In hypothese 4 wordt de invloed van de aanwezigheid van private equity investeerders, zoals venture capitalists, onderzocht. In de literatuurstudie brachten we aan de hand van het onderzoek van Brav en Gompers (1997) aan bod dat ondernemingen met aanwezigheid van venture capital investeerders een mogelijke superieure prestatie vertonen. Om deze theorie bij onze steekproef te onderzoeken, maakten we gebruik van een driejarige private equity dummy (3jrPEDum). De dummy geeft 1 aan wanneer er na drie jaar nog private equity investeerders, zoals VC's of business angels, in de onderneming aanwezig zijn. We hebben hiervoor 3 dummy's gecreëerd: 3jrPEDum0, 3jrPEDum10 en 3jrPEDum20. De groeperingsvariabele gaat dus uit van PE-aanwezigheid vanaf 0%, 10% of 20%. De resultaten zien er als volgt uit:

Hypothese 4	LT-return zonder PE aanwezigheid	LT-return met PE aanwezigheid
Euronext100		
3jrPEDum0	-14,85%	-17,45%
3jrPEDum10	-19,99%	-7,77%
3jrPEDum20	-20,55%	-4,07%
BEL20		
3jrPEDum0	-11,38%	-8,57%
3jrPEDum10	-16,16%	2,45%
3jrPEDum20	-15,97%	5,32%
BAS		
3jrPEDum0	-11,73%	-12,16%
3jrPEDum10	-17,30%	-0,77%
3jrPEDum20	-17,49%	2,75%

Tabel 22 – Gemiddelde abnormale lange termijn returns voor IPO's met- en zonder private equity investeerders.

We kunnen een duidelijk verschil waarnemen in gemiddelde abnormale lange termijn return tussen de IPO's met en zonder PE-investeerders. Vanaf een aanwezigheid van 20% private equity investeerders in de onderneming zien we dat de return bij de BEL20 5,32% bedraagt. De ondernemingen waar geen PE-investeerders aanwezig zijn of de aanwezigheid minder dan 20% bedraagt, is de gemiddelde abnormale lange termijn return -15,97%. Bij de BAS-index bedragen deze returns respectievelijk 2,75% voor de sample met PE-investeerders en -17,49% voor de sample waar PE-aanwezigheid onder de 20% blijft.

In tabel 23 kunnen we echter zien dat de t-statistieken niet significant zijn, op die van de BEL20 bij een PE-aanwezigheid van 20% na. De reden dat de resultaten niet significant zijn, ligt mogelijk aan de hogere standaarddeviatie die bij lange termijn returns gebruikelijk is. Wel zien we duidelijk dat hoe groter het aandeel van de private equity investeerders wordt, hoe duidelijker het verschil

wordt in returns tussen IPO's met en zonder PE-aanwezigheid. Bij de BEL20-index stijgt de t-statistiek van -0,241 naar 1,695, wat uiteindelijk significant is op 10%-niveau.

Hypothese 4	BAS Index	BEL20 Index	Euronext100 Index
3yrPEDum0			
LT-return	0,035	-0,241	0,223
3yrPEDum10			
LT-return	-1,323	-1,545	-0,999
3yrPEDum20			
LT-return	-1,557	-1,695*	-1,295

Tabel 23 – T-statistieken voor het verschil in gemiddelde abnormale lange termijn return van de samples met IPO's met en zonder blijvende PE-investeerders.

Private equity investeerders zoeken natuurlijk de bedrijven met het meeste potentieel, wat gereflecteerd wordt in de hogere returns. De ondernemingen met private equity investeerders zijn daardoor ook vaak groter bij de beursgang door het extrakapitaal dat deze investeerders inbrengen. In de vorige hypothese hebben we reeds gezien dat de grootte van de onderneming inderdaad ook een positieve invloed heeft op de lange termijn returns. We kunnen dus stellen dat blijvende aanwezigheid van private equity investeerders inderdaad een significant positief verschil oplevert voor de lange termijn returns.

4. Conclusies

In het empirisch onderzoek hebben we onderzocht of de aandeelhoudersstructuur voor de IPO of wijzigingen hierin na de beursgang invloed heeft op korte- of lange termijn prestaties van de IPO's. Uit de centrale onderzoeksvraag hebben we twee afzonderlijke deelvragen afgeleid. De eerste deelvraag heeft betrekking op de IPO performantie op de korte termijn. De andere deelvraag beschrijft de invloed van de aandeelhoudersstructuur op de lange termijn IPO performantie. De conclusies omtrent de resultaten uit het empirisch onderzoek zullen we nu verzamelen voor elke deelvraag.

De eerste deelvraag beschrijft de invloed van de aandeelhoudersstructuur en wijzigingen hierin na de beursintroductie op de korte termijn IPO performantie. Hypothese 1 stelde aan de hand van de signaaltheorie dat IPO's waar insiders hoge dilutie vertonen en mogelijk bestaande aandelen verkopen meer underpricing zouden moeten toelaten om investeerders aan te kunnen trekken. Dit in tegenstelling tot IPO's waar de insiders ervoor kiezen om langdurig in de onderneming te blijven. Volgens Leland en Pyle (1977) kunnen de IPO's met blijvend aandeelhouderschap van insiders een hogere prijs vragen voor hun aandelen en dus de underpricing beperken. Dilutie of verkoop van bestaande aandelen geeft namelijk een negatief signaal aan investeerders en doet hun vertrouwen in de onderneming dalen.

In tegenstelling tot de vooropgestelde hypothese van de signaaltheorie, ondervinden we dat de underpricing niet stijgt, maar daalt naarmate de dilutie en verkoop van bestaande aandelen door insiders stijgt. We moeten dus concluderen dat het negatieve signaal dat hoge dilutie inhoudt niet wordt opgepikt door alle investeerders, maar ook dat door eigenbelang de verkopende aandeelhouders van het bedrijf niet bereid zijn de prijs te laten zakken. De significante empirische resultaten komen overeen met de bevindingen van de market timing theorie, waarin wordt gesteld dat initiële eigenaars meer geneigd zijn aandelen publiek aan te bieden wanneer overoptimistische investeerders misleid kunnen worden. Door hun overoptimisme zijn investeerders bereid een hogere prijs te betalen voor een aandeel en is bijgevolg de underpricing laag. Dit blijkt uit het feit dat IPO's waar initiële eigenaars bestaande aandelen verkopen significant minder onderprijsd zijn dan de IPO's waar enkel primaire aandelen uitgegeven worden. De voornaamste reden hiervoor lijkt het eigenbelang aangezien underpricing de prijs van hun eigen te koop aangeboden aandelen verlaagt. Bij de verkoop van primaire aandelen is de kost van underpricing verspreid over alle aandeelhouders van het bedrijf. Bij de verkoop van bestaande aandelen is de kost van underpricing enkel voor die aandeelhouder die zijn aandelen verkoopt. Hij draagt dan 100% van de underpricingkosten en zal er dus alles aan doen om de underpricing te beperken. De resultaten voor de korte termijn return en de initiële return liggen wel meer in lijn met de signaaltheorie, deze zijn namelijk hoger indien de IPO beslist om geen bestaande aandelen uit te geven. Investeerders blijken dus gemiddeld optimistischer indien er geen bestaande aandelen uitgegeven worden. De empirische resultaten wijzen de market timing theorie aan als verklaring voor de lagere underpricing bij de IPO's waar bestaande aandelen uitgegeven worden. Terwijl de signaaltheorie niet wordt bevestigd door de underpricing zoals voorgesteld in de hypothese, maar wel door de korte termijn en initiële return.

Bijkomend werd in hypothese 2 de invloed van de dilutie van private equity investeerders onderzocht op de korte termijn IPO performantie. Waar veel insiders belang hechten aan het behouden van de controle over de onderneming, zien private equity investeerders de beursgang als een mogelijke exit-strategie (Kemps, 2013). Hierdoor zou hoge dilutie met de verkoop van bestaande aandelen door private equity investeerders als een minder negatief signaal kunnen gezien worden in vergelijking met dilutie of verkoop van bestaande aandelen door insiders.

Deze theorie wordt echter door de empirische resultaten verworpen, wat gezien de resultaten uit hypothese 1 niet onverwacht is. De empirische resultaten geven aan dat de verkoop van bestaande aandelen door insiders of private equity investeerders niet veel verschil uitmaakt wat betreft de korte termijn performantie van IPO's. Net als in hypothese 1 blijken IPO's met verkopen van bestaande aandelen, ditmaal door private equity investeerders, opmerkelijk lagere korte termijn returns te realiseren ten opzichte van IPO's die enkel primaire aandelen verkopen. Ook hier wordt de market timing theorie bevestigd. Aangezien we in hypothese 1 al ondervonden dat het negatieve signaal van hoge dilutie of verkoop van bestaande aandelen niet wordt opgemerkt door alle investeerders, wordt het onderscheid naargelang de soort aandeelhouder die zijn bestaande aandelen verkoopt wellicht ook niet opgemerkt door deze investeerders. Uit de empirische resultaten blijkt dat enkel de maatstaf voor het overoptimisme, de initiële return, significant verschillend is. Dit duidt erop dat er minder overoptimisme aanwezig is wanneer private equity investeerders, die veel expertise bezitten, de onderneming verlaten in vergelijking met wanneer insiders dit doen. Dit geeft aan dat er bepaalde ervaren investeerders zijn die de negatieve signalen van de verkoop van bestaande aandelen door ervaren private equity investeerders ontdekken en hun waardering van het bedrijf eraan aanpassen. Wanneer de sample IPO's met verkoop van secundaire aandelen door private equity investeerders wordt vergeleken met de sample IPO's die enkel primaire aandelen uitgeven, wijzen de korte termijn return en de initiële return er net als in hypothese 1 op dat investeerders gemiddeld minder optimistisch zijn wanneer er secundaire aandelen aangeboden worden.

De tweede deelvraag onderzocht de invloed van de aandeelhoudersstructuur en wijzigingen hierin op de lange termijn IPO performantie. Hypothese 3 ging uit van het positieve effect dat blijvend aandeelhouderschap zou hebben op de lange termijn IPO performantie. De voordelen van blijvend aandeelhouderschap bestaan volgens de agency theorie erin dat de monitoring verbetert en de agency kosten worden beperkt (Burton, 2010). Daarnaast geeft blijvend aandeelhouderschap volgens de signaaltheorie een positief signaal aan investeerders en verhoogd het hun vertrouwen in de onderneming.

De empirische resultaten bevestigen de vooropgestelde hypothese niet. De superieure prestatie door de blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder blijkt in de praktijk niet zichtbaar. Sterker nog, de resultaten geven een inverse relatie weer. De IPO's waar de controlerende aandeelhouder 3 jaar na de beursintroductie nog steeds een groot deel van zijn aandelen bezit, blijken slechtere lange termijn returns te behalen. De reden kan gedeeltelijk worden toegewezen aan de samenstelling van de steekproef. Onze steekproef bevat IPO's van de

Eerste markt van Brussel, Alternext Brussel en de Vrije markt van Brussel. Daardoor bestaat de sample uit uiteenlopende ondernemingen qua grootte, hoeveelheid aandeelhouders en lock-up periode. Ten opzichte van de ondernemingen op de Eerste markt van Brussel blijken ondernemingen op de Vrije markt van Brussel kleiner, hebben ze minder aandeelhouders en een langere lock-up periode. Uit onze empirische resultaten blijkt dat de kleinere ondernemingen significant slechter presteren op lange termijn dan grotere ondernemingen. Doordat een zeer groot deel van de IPO's op de Vrije markt van Brussel tot de kleine ondernemingen behoren, presteren de IPO's op de vrije markt van Brussel dus slechter. Verder worden deze IPO's door een beperkt aantal natuurlijke personen gehouden en hebben ze een langere lock-up periode. De controlerende aandeelhouder heeft voor de beursgang dus een hoog percentage van de aandelen in zijn bezit en door de lange lock-up periode zal zijn aandeelhouderpercentage niet snel wijzigen. We komen tot de conclusie dat blijvend aandeelhouderschap door de genoemde kenmerken veel meer voorkomt bij IPO's op de vrije markt van Brussel en dat deze bedrijven slechter presteren op de lange termijn. Omwille van deze reden hebben we dezelfde test ook apart uitgevoerd voor de IPO's op de eerste markt van Brussel. In de resultaten kwam naar voren dat de lange termijn returns van de sample met grote blijvende aanwezigheid niet verschillen ten opzichte van de IPO's met laag tot geen blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder. Deze resultaten bevestigen inderdaad dat de blijvende aanwezigheid van de controlerende aandeelhouder niet de drijver is van het slechter presteren, maar wel de grootte van de IPO's. Daarnaast concluderen we dat de hypothese niet bevestigd wordt en hoog blijvend aandeelhouderschap geen invloed heeft op het lange termijn presteren van IPO's.

In de vierde hypothese werd de invloed onderzocht van lange termijn aanwezigheid van VC's op de lange termijn IPO performantie. Volgens Brav en Gompers (1997) en Chahine en Filatotchev (2008) zorgen VC's voor een verbetering in de lange termijn IPO prestaties. Ten eerste zijn VC's gespecialiseerd in het opsporen van ondernemingen met veel potentieel. Wanneer ze na de beursintroductie in de onderneming blijven, kunnen ze door middel van hun netwerk ook meer professionele investeerders aantrekken en de informatieasymmetrie tussen insiders en investeerders verkleinen.

De empirie bevestigt deze hypothese, met de kanttekening dat het aandeel van de private equity investeerder voldoende groot moet zijn. De resultaten geven namelijk aan dat hoe groter het aandeel van de private equity investeerder is hoe beter de lange termijn abnormale returns worden en hoe groter het verschil wordt tussen de samples met IPO's met- en zonder private equity investeerders. Ondanks de duidelijke verschillen in abnormale lange termijn returns blijken de resultaten enkel significant voor één index en vanaf een aandeel van de private equity investeerder van 20%. Private equity investeerders zijn gespecialiseerd in het zoeken van en investeren in bedrijven met het meeste potentieel, wat gereflecteerd wordt in de hogere returns. De ondernemingen met private equity investeerders zijn daardoor ook vaak groter bij de beursgang door het extra kapitaal dat deze investeerders inbrengen. We kunnen dus stellen dat blijvende aanwezigheid van private equity investeerders inderdaad een significant positief verschil oplevert voor de lange termijn returns van IPO's.

5. Besluit

5.1. Kritische bedenkingen

In ons onderzoek hebben we ons toegespitst op de IPO's op de Belgische markt, meer bepaald de eerste markt van Brussel, Alternext en de vrije markt van Brussel. Zoals we bij de empirische resultaten al opperden, zijn er een aantal verschillen tussen de 3 markten die niet enkel de returns van de ondernemingen beïnvloeden, maar ook de aandeelhoudersstructuur. De IPO's op de eerste markt van Brussel zijn veel groter dan die op de vrije markt van Brussel en blijken gemiddeld hogere lange termijn returns te behalen. Daarnaast zijn het aantal IPO's die noteren op Alternext Brussel zeer gering. Ook blijkt het aandeelhouderschap van de grotere ondernemingen op de eerste markt van Brussel veel meer onderhevig aan veranderingen. Dit komt doordat ze veel meer verschillende aandeelhouders hebben en een kortere lock-up periode hanteren.

Uiteindelijk hebben we van de in totaal 60 beursgaande bedrijven 41 IPO's opgenomen in onze steekproef die in de periode 2005 – 2011 een beursintroduktie uitvoerden. De reden dat de andere bedrijven niet werden opgenomen, bestonden in het feit dat sommige ondernemingen geen 3 jaar op de beurs noteerden of dat er onvoldoende informatie aanwezig was over de aandeelhoudersstructuur en de returns van de onderneming. Dit heeft als gevolg dat we over een relatief kleine steekproef beschikken, en er bepaalde afwijkingen in de resultaten kunnen ontstaan.

Ook de periode van de steekproef kan bepaalde afwijkingen met zich mee brengen. De periode van de gebruikte steekproef en de driejarige lange termijn return die daarop volgt, bevindt zich gedeeltelijk in de financiële crisis van 2008. Hoewel we gebruik maken van abnormale lange termijn returns en we 3 verschillende indexen gehanteerd hebben, zou dit toch bepaalde afwijkingen kunnen teweegbrengen. Tijdens de financiële crisis dook de koers van veel financiële instellingen naar beneden. Dit zijn allemaal grote ondernemingen die zich in de gebruikte BAS, BEL20 en Euronext100 index bevinden en de returns van de index negatief kunnen beïnvloeden. De afwijking bestaat er dan in dat hierdoor de abnormale returns van de IPO's stijgen.

5.2. Suggesties voor verder onderzoek

De Underpricing en lange termijn underperformance van IPO's zijn reeds veelvuldig onderzocht. De onderzoeken naar de invloed van de aandeelhoudersstructuur op de korte en lange termijn returns zijn echter veel minder uitgebreid. Een gelijkaardig onderzoek op 1 markt die een grotere steekproef toelaat, zou nog een duidelijker beeld geven over wat de invloed op korte- en lange termijn returns is van de aandeelhoudersstructuur en veranderingen hierin na de beursgang.

Voor toekomstig onderzoek lijkt het interessant om naast de aandeelhoudersstructuur ook de daadwerkelijke operationele financiële performantie van een beursgaand bedrijf te koppelen met de korte en lange termijn returns op de beurs. Dit kan aan de hand van de return on equity (ROE), return on assets (ROA) of andere prestatie maatstaven. Hierdoor kan men onderzoeken of IPO's

met uitstekende financiële resultaten een lagere onderpricing afdwingen bij de beursgang of beter presteren op de lange termijn.

6. Literatuurlijst

Arosio, R et al., "The market performance of Italian IPO's in the long-run" (2001).

Brau, J., Li, M., Shi, J., "Do secondary shares in the IPO process have a negative effect on aftermarket performance? (2007). *Journal of Banking and Finance*, 31, 2612-2631.

Brav, A., Gompers, P., "Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies" (1997). *The journal of finance*, 52(5), 1791-1821.

Burton, G et al., "Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments" (2010). *Strategic Management Journal*, 31, 491-509.

Cai, X., Liu, S. G., Mase, B., "The long run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China" (2008). *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(4), 419-432.

Carter, R., Dark, F., Singh, A., "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks" (1998). *The Journal of Finance*, 53 (1), 285-311.

Chahine S., "Block-holder ownership, family control and post listing performance of French IPO's" (2007). *Journal of Managerial Finance*, 33(6), 388-400.

Chahine, S., Filatotchev, I., "The effects of venture capitalist affiliation to underwriters on short- and long-term performance in French IPO's" (2008). *Global Finance Journal*, 18, 351-372.

Chen, S., "Buyback behavior of initial public offering firms." (2013). *Journal of Banking and Finance*, 37(1), 32-42.

Claessens, S. et al., "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence of East Asia" (1999).

Derrien, F., "IPO Pricing in "Hot Market" Conditions: Who Leaves Money on the Table?" (2005). *The Journal of Finance*, 60 (1), 487-521.

Durukan, M. "The relationship between IPO returns and factors influencing IPO performance: case of Istanbul stock exchange" (2002). *Managerial finance*, 28(2), 18-38.

Eisenhardt, M., "Agency theory: An Assessment and Review" (1989). *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.

Espenlaub, S et al., "Re-assessing the long-term underperformance of UK initial public offerings." (1999).

Goergen, M et al., "The long-run performance of UK IPO's: can it be predicted?" (2007). *Managerial finance*, 33(6), 401-419.

Goergen, M., Renneboog, L., "Does ownership matter? A study of German and UK IPO's" (2007). *Journal of Managerial Finance*, 33(6), 368-387.

Golbe, G., Nyman, I., "How do share repurchases affect ownership concentration" (2013). *Journal of Corporate Finance*, 20, 22-40.

Houben, D. (2009). *IPO-markt op historisch laag niveau*. Opgevraagd op 28 juli 2015 via Gopress

Jewartowsky, T., Lizinska, J., "Short and long term performance of Polish IPO's" (2012). *Emerging markets finance and trade*, 48(2), 59-75.

Keloharju, M., "The winner's curse, legal liability, and the long-run price performance of initial public offerings in Finland" (1993). *Journal of Financial Economics*, 34, 251-277.

Kemps, G., "Aandeelhouderschap voor de beursgang en de invloed op het IPO proces: studie voor België" (2013).

Larrain, B., Urzúa, F., "Controlling shareholders and market timing in share issuance" (2013). *Journal of Financial Economics*, 109, 661-681.

Lee, Philip J., "Australian IPO pricing in the short and long run" (1996). *Journal of Banking and Finance*, 20, 1189-1210.

Leland, H., Pyle, D., "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation" (1977). *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.

Loughran, T., Ritter, Jay R., "The new issues puzzle" (1995). *The Journal of Finance*, 50(1), 23-51.

Michel, A et al., "Ownership structure and performance: Evidence from the public float in IPO" (2014). *Journal of Banking & Finance*, 40, 54-61.

Miller, Edward M., "Long run underperformance of initial public offerings: an explanation" (2000). *Department of Economics and Finance Working Papers, 1991-2006*.

Ritter, J., "Differences between European and American IPO Markets" (2003). *European Financial Management*, 9(4), 421-434.

Ritter, J., Welch, I., "A review of IPO activity, pricing, and allocations" (2002). *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.

Ritter, Jay R., "The long run performance of initial public offerings." (1991). *The Journal of Finance*, 46(1).

Schultz, P., "Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPO's" (2003). *The Journal of Finance*, 58(2), 483-517.

Sepiha, M. (2015). *Balta onderzoekt ook beursintroductie*. Opgevraagd op 28 juli 2015 via Gopress

Su, C., Bangassa, K., "Underpricing and long-run performance of Chinese IPO's: the role of underwriter reputation" (2011). *Financial Market and Portfolio Management*, 25(1), 53-74.

Sur, S., Martens, M., "Whose firm is it anyway? Analyzing ownership effects on IPO performance" (2013). *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 30, 264-279.

Vakrman, T., Kristoufek, L., "Underpricing, underperformance and overreaction in Initial Public Offerings: Evidence from investor attention using online searches" (2015). *SpringerPlus*.

Van Hulle, C et al., "Initial public offerings in Belgium: Theory and Evidence" (1993). *Tijdschrift voor Economie en Management*, 38(4), 385-423.

Varshney, S., Robinson, R., "IPO research symposium review" (2004). *Journal of Economics and Finance*, 28(1), 56-67.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
Ownership changes after IPO and long-term IPO performance

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

Jaar: **2017**

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,

Iliens, Sven

Datum: **12/01/2017**