

Tussen

1984 EN 1995, werden op de Brusselse beurs 39 introducties opgetekend, terwijl in de daaropvolgende tijdspanne

van vier jaar, - van 1996 tot 1999 -, 70 Belgische ondernemingen hun kapitaal openstelden voor het publiek. Dat is een record, onder meer inzake het aantal opgehaalde miljarden. Blijft de vraag of deze hernieuwde belangstelling voor de beurs zal blijven duren

KMO

WAAROM naar de beurs gaan?

STEEDS MEER BEURSNOTERINGEN

Wat hebben een bioscoopgroep (Kinopolis), een brouwerij (Duvel), een vogelpark (Park Paradisio), pralines (Neuhaus), een distributeur van farmaceutische producten (Omega Pharma), een PC-distributeur, specialisten inzake karakter- (IRIS) of stemherkenning (Lernout & Hauspie), en ontwikkelaars van databanken (Fidelity Net Marketing), met elkaar gemeen? Of een witgoedketen (Krëfel), een textielbedrijf en een verkoper van nieuwe wagens? Juist, de eerste reeks is recent naar de beurs getrokken, de laatste zullen binnenkort volgen. De IPO's (Initial Public Offering), zijn duidelijk in trek. Meer in het bijzonder, dit sedert de lente van 1997, het jaar waarin de Belgische bedrijven zich letterlijk op de Brusselse Beurs hebben gestort. Waarom? En waarom vanaf 1997? Toen verklaarde Francis Vanderhoydonck, verantwoordelijke van de afdeling Corporate & Investment Banking van een grote Belgische bank, deze voorliefde voor de Beurs door het samenspel van twee hoofdfactoren en één bijkomende factor: met name het goede beursklimaat, een betere perceptie van de Beurs door de ondernemingen en de hoge waardebepaling door de markt. Naar zijn inzicht benadrukte Olivier Lefebvre, voorzitter van het directiecomité van de Brusselse Beurs, vooral de tweede factor. "Enkele jaren geleden nog werd de optie van een beursgang eenvoudigweg niet bestudeerd door heel wat ondernemingen", verklaarde hij. Maar zoals Bernard de Romrée, oprichter van een Mergers & Acquisitions vennootschap, opmerkte, had de daling van de intrestvoeten evengoed een helpende hand toegestoken: "Gezien de lage intrestvoeten hadden heel wat beleggers destijds geen andere keuze dan hun liquiditeiten te beleggen op de Beurs. De vraag naar nieuwe aandelen was dus zeker aanwezig".

ZICH BESCHERMEN

Uiteraard is het zo dat, als het goede beursklimaat een afdoende verklaring biedt voor de "timing" van deze beursintroducties, dit op zich zeker niet volstaat als verklaring voor de sterke toename van de introducties op de Belgische beurs. Andere, niet tijdsgebonden factoren spelen eveneens een rol. De voornaamste is met name de financiering van de groei van de onderneming. Een voorbeeld is de Brouwerij Duvel Moortgat die in juni 1999 zijn kapitaal heeft opengesteld voor het publiek. Michel Moortgat, bestuurder en voorzitter van het directiecomité, stak niet onder stoelen of banken dat de 500 miljoen BEF die tijdens de beursintroductie werd opgehaald, bestemd was voor de financiering van de groei van de groep en om ervoor te zorgen dat 50% van de omzet in het buitenland zou worden gerealiseerd, in plaats van een kleine 20% zoals voorheen het geval was. Anderzijds stelde Jos Van Belle, bestuurder van Krëfel, dat de toekomstige introductie op de Brusselse Beurs van zijn onderneming tot doel had "Krëfel de middelen te geven om overnames te financieren, maar ook om de aantrekkingskracht van de onderneming te verhogen". De beurs zal de bekend-



heid van onze onderneming bij leveranciers, personeel en cliënteel verhogen en we zullen eveneens het personeel bij de onderneming kunnen betrekken via warrants," bevestigde Pascal Poulet, bestuur-

der en kleinzoon van de stichter van Kréfel. Eric Domb, stichter van het Park Paradisio (een in Wallonië gelegen ornithologisch park) legt uit dat de beursintroductie hem heeft toegelaten de noodzakelijke fondsen te vinden om “de restauratie-infrastructuur uit te bouwen en de blootstelling van het park aan het Belgische klimaat te beperken door de constructie van een omvangrijke serre die bij goed weer kan opengezet worden.”



GEVANGEN

Het is duidelijk: de financiering van de externe of interne groei van de onderneming, de verhoging van de bekendheid bij het publiek of het betrekken van het personeel bij de resultaten van de onderneming (via de toekenning van aandelen tegen een lagere prijs) zijn niet de enige redenen die het fenomeen van de beursintroducties verklaren. Andere beweegredenen spelen eveneens mee. Louis Verbeke, oprichter van een advocatenkantoor dat zijn naam draagt

van de vennootschap om elke vijandige poging om in de besluitvorming van de onderneming binnen te dringen, te blokkeren. Hiertoe dienen echter alle noodzakelijke maatregelen te worden genomen vóórleer de onderneming naar de beurs trekt.

DE CONTROLE BEWAREN

Wij vermelden slechts enkele van de maatregelen om het kapitaal te van een vennootschap die naar de beurs trekt te vergrendelen: „De eerste, meest voor de hand liggende maatregel, is goed management van de vennootschap, wat vertaald wordt in een hoge beurskoers van de onderneming. Een hoge beurskoers is een middel om vijandige overnemers af te schrikken”, stelt Bernard de Romrée. Maar er bestaan eveneens verdedigingsmiddelen die louter een eenvoudige wijziging van de statuten noodzakelijk maken. Eerste voorbeeld: men kan voorzien dat de algemene vergadering bestuurders benoemt op voordracht van een benoemingscomité dat hiervoor speciaal werd gekozen (en dat kan samengesteld zijn uit leden en/of niet-leden van de raad van bestuur). Een dergelijke maatregel ontmoedigt een vijandige overnemer om een belangrijk pakket aandelen te verwerven. Hij zal immers geen bestuurders kunnen laten benoemen zolang hij het niet kan vinden met de raad van bestuur! Tweede voorbeeld: de statuten kunnen eveneens voorzien dat de stemrechten van de aandeelhouders worden beperkt tot een bepaald niveau, bijvoorbeeld 10% of 20% van het totaal van de stemrechten. Dit is ook een afdoend middel om een vijandige raid op een genoteerde onderneming te vermijden. Een

Kapitaal ophalen op de beurs draagt een prijskaartje ! En die prijs is verre van verwaarloosbaar.

(Loeff Claey's Verbeke) en specialist ter zake, schuift nog een ander element naar voor. “Men mag niet uit het oog verliezen dat een beursintroductie geen doel op zich is. Een beursintroductie heeft soms ook tot doel eventuele spanningen tussen aandeelhouders van éénzelfde onderneming weg te nemen. Spanningen die vooral waarneembaar zijn in familiale ondernemingen. Minderheidsaandeelhouders van een niet beursgenoteerde onderneming voelen zich dikwijls financieel gevangen. De meerderheidsaandeelhouder is immers niet verplicht hun aandelen over te kopen of kan dit desgevallend doen op zijn voorwaarden. Door het kapitaal van een familiale onderneming open te stellen via de beurs, geeft men dus aan de minderheidsaandeelhouders de mogelijkheid om uit te stappen - geheel of gedeeltelijk - en tegen een objectieve prijs, aangezien deze door de markt wordt bepaald”, zo stelt advocaat Louis Verbeke. Maar indien de beursintroductie als voordeel heeft dat latente conflicten worden ontmiijnd (bijvoorbeeld: het klassieke conflict tussen minderheidsaandeelhouders die meer dividenden willen en meerderheidsaandeelhouders die verkiezen de winst van de onderneming te herinvesteren eerder dan ze uit te keren), heeft dit dan ook niet tot gevolg dat de bedrijfsleiders de controle over hun onderneming verliezen? Vooral indien de “float” (het op de beurs geïntroduceerde kapitaal) meer dan 50% bedraagt. “Het probleem van de float is een vals probleem”, stelt Louis Verbeke. Het Belgische recht biedt voldoende juridische wapens aan de oprichters

derde mogelijkheid is een combinatie van de eerste twee. “In het geval van Lernout & Hauspie bestaat er een clause die bepaalt dat zolang de oprichters van de vennootschap nog 15% van de aandelen aanhouden, zij de meerderheid van de bestuurders kunnen benoemen”, brengt Louis Verbeke in herinnering. Niet elke beursintroductie gaat met andere woorden automatisch gepaard met een verlies van controle.

PRIJSKAARTJE

Kapitaal ophalen op de beurs draagt een prijskaartje! En die prijs is verre van verwaarloosbaar. Zo zag Brantano zijn resultatenrekening bezwaard met 45 miljoen BEF beursintroductiekosten. In het geval van Associated Weavers (tapijtproducent) beliep de kost zelfs 60 miljoen BEF! Een kost die soms door de onderneming ten laste wordt genomen terwijl een beursgang slechts voordeel oplevert voor de verkopende aandeelhouders! Kosten voor een beursgang kunnen grosso modo in twee posten worden onderverdeeld. Enerzijds juridische kosten (erelonen van advocaten verhoogd met een soort “success fee”), kosten voor accountancy, administratie en diverse andere, waaronder de vergoeding van het controleorgaan (de Commissie voor het Bank en Financiewezen), de beursvergoeding, de kosten voor het drukken van de aandelen en de prospectus, en de publiciteitskosten (advertenties in de pers, perscommuniqués,

Beursintroductie : Pro en Contra

Hieronder vindt u een tabel die schematisch de voor- en nadelen weergeeft van een beursgang en dit zowel vanuit het standpunt van de bedrijfsleider als van de onderneming.

VOORDELEN

I. VOOR DE BEDRIJFSLEIDER

1. aandeelhouders aantrekken zonder aanzienlijk controlevrezen
2. spreiding van het risico
3. optimale prijs voor een minderheidsbelang
4. verkopen zonder dat de familie daarvoor de financiële kost draagt
5. versterking van de controle
6. toename van de waarde en eliminatie van de décote i.g.v. illiquiditeit
7. prijsbepaling op objectieve wijze
8. stock options voor de actieve leden van de familie
9. optimalisatie van de successieplanning
10. stijging van het prestige van de bedrijfsleider

II. VOOR DE ONDERNEMING

1. positionering op de kapitaalmarkt
2. aantrekken van middelen
3. stijging van prestige bij klanten en leveranciers
4. aantrekkelijk voor kaderleden
5. meer ambitie, positieve druk op het management, zich verstoppen wordt moeilijk
6. grotere mogelijkheden om optiesystemen te structureren op fiscaal vlak
7. grotere motivatie van het personeel

NADELEN

I. VOOR DE BEDRIJFSLEIDER

1. latente successierechten nemen toe
2. transparantie van het kapitaal neemt toe

II. VOOR DE ONDERNEMING

1. beter informeren van de concurrentie
2. juridische rompslomp neemt toe
3. grotere transparantie en grotere complexiteit van het management
4. hoge kost (van 3 tot 9% van de float)
5. sterkere publiciteit wanneer de zaken slecht gaan



persconferenties, presentaties voor Belgische en buitenlandse financiële analisten (road shows)). De tweede post, veruit de grootste, omvat de vergoeding van de financiële tussenpersoon (bank of beursvennootschap) die de beursgang heeft georganiseerd. Zij belooft in de regel 2,5% of 3,5% van het totaal bedrag van de operatie voor een introductie op de Brusselse Beurs.

VERGOEDING VAN DE BANKIER

Samenvattend kan worden gesteld dat de begeleidende bank van de onderneming (ook "lead manager" genoemd) zich in drie stadia laat vergoeden: de vaste opname (indien de markt niet geïnteresseerd is in de aangeboden aandelen verbindt de bank zich om ze zelf over te nemen), de "montage" van de verrichting (bijvoorbeeld de prijsbepaling van de te introduceren aandelen) en de plaatsing van de effecten (via bijvoorbeeld de loketten van de bank in kwestie) bij het publiek en de institutionele beleggers. In België wordt de vaste afname vergoed met 1,5% van de opgehaalde fondsen terwijl het financieringsplan en de plaatsing worden vergoed met percentages tussen 1,5% en 2,5%. Indien de IPO een succes blijkt te zijn (een operatie die meerdere keren overingeschreven is) kan de begeleidende bank daar bovenop nog een klein supplement uit de brand slepen in de vorm van een "green shoe", naar de naam van de Amerikaanse onderneming die deze techniek toepaste. In het geval van Netvision bijvoorbeeld kon de lead manager tot 30 dagen na de beursgang het equivalent aankopen van 15% van de geplaatste aandelen maar tegen de introductieprijs! Zo heeft KBC een extraatje kunnen opstrijken van 9,3 miljoen euro (375 miljoen BEF). Niet slecht voor een beursgang ter waarde van 22,5 miljoen euro!

OVERINSCHRIJVING

Om de intekenprijs van het aandeel te bepalen, heeft de onderneming die naar de beurs trekt twee mogelijkheden: ofwel een vaste prijs vaststellen (12 euro bijvoorbeeld) ofwel werken met een prijsvork (minimaal 12 euro en maximaal 14 euro bijvoorbeeld). In het eerste geval kan een belegger de aandelen dus verwerven tegen een vaste prijs. In het tweede geval zal een belegger moeten vermelden tegen welke prijs - binnen de prijsvork - hij een bepaald aantal aandelen zou willen verwerven. Wanneer de inschrijvingsperiode van start gaat, worden de kooplustigen - of het nu particulieren zijn of institutionele beleggers - via de pers of via de loketten van de begeleidende bank uitgenodigd om het door hen gewenste pakket aandelen te reserveren. Deze werkwijze kan voor opwinding zorgen (vooral voor de particuliere beleggers: zal er over- of onderingeschreven worden?) en vergt enige flair, gezien het moeilijk is om te anticiperen op de reacties van de markt.

VOORDELEN ?

De particuliere kooplustigen van aandelen Netvision, Bureau Van Dijk of Iris hebben de aandelen die ze gevraagd hadden, niet ontvangen en hebben zich moeten tevreden stellen met kruimels. De reden was een zeer grote vraag, doch een beperkt aanbod. In het geval van Kinopolis werd 75 maal overingetekend! Het probleem van de overinschrijving is niet eenvoudig: het is mede te wijten aan de - begrijpelijke maar schadelijke - houding van beleggers, die de door hen gevraagde aandelen vermenigvuldigen in de hoop meer dan kruimels uit de brand te kunnen slepen. Het resultaat van deze wedloop is dat veel ongelukkigen onder hen slechts een klein aantal aandelen kan worden toegewezen!

OPGELET VOOR "FLIPPERS"

Volledigheidshalve moet eveneens het tegenovergestelde geval van Agfa-Gevaert worden vermeld, waarvan de beursgang had moeten gebeuren binnen een prijsvork van 21 tot 26 euro. Een prijsvork waarvan zelfs het hogere gedeelte als redelijk werd beschouwd door de analisten. Tot grote verrassing van de waarnemers echter werd de introductieprijs vastgesteld op slechts 22 euro, met andere woorden bijna de bodem van de prijsvork! Voor de particulieren die hadden ingeschreven en die bereid waren om 26 euro te betalen, was dit uiteraard een buitenkansje... in zekere zin verworven zij de aandelen met een korting van 15%. Kortom, in het geval van Agfa-Gevaert waren de "flippers" - de speculanten die erg actief zijn tijdens de intekenperiode met als enig doel hun aandelen bij de eerste notering meteen te verkopen met een meerwaarde - er aan voor de moeite en werden zij geconfronteerd met een verdeelsleutel die op de eerste markt van de Brusselse Beurs zelden werd geëvenaard.

TIJDELIJK VASTGELOPEN BEURS

Sedert het matige succes van de beursgang van Agfa-Gevaert in mei 1999, was het enthousiasme bij de beurskandidaten wat bekoeld. De wanprestatie die de Bel 20 sedert het begin van 1999 liet optekenen en de stijging van de rentevoeten (synoniem van dalende koersen) hadden het ondermijnende werk afgemaakt. Met als gevolg dat de meeste van de beurskandidaten sedert vorige herfst lieten weten dat zij de openstelling van hun kapitaal voor het publiek uitstelden in afwachting van betere tijden. Wij wachten totdat de situatie op de markten zich normaliseert, preciseerde de financiële directeur van Kréfel. Ondanks deze tegenvaller, lijkt de vloedgolf van beursintroducties niet snel op te drogen. Eind vorig jaar getuigde Regnier Haegelsteen, gedelegeerd bestuurder van een zakenbank, van hetzelfde voorzichtige optimisme: niemand heeft een kristallen bol waarmee hij kan voorspellen hoe de toekomst er zal uit zien, maar het is duidelijk dat tal van dossiers bestemd voor een beursgang reeds in de pipe-line zitten. Heel wat ondernemingen zullen opnieuw een beroep doen op de markt wanneer zij oordelen dat het beursklimaat beter is. Sommigen onder hen hebben helaas niet altijd de vrije keuze tussen financieringsbronnen en moeten eerder snel over vers kapitaal beschikken om hun groei te kunnen financieren. Recent nog (januari 2000) kondigde één van de grote banken aan dat het aantal introducties zich in de komende jaren zou handhaven op een hoger niveau dan dat van midden de jaren negentig. In de komende maanden zal duidelijk worden of deze specialisten al dan niet te optimistisch zijn geweest. ■

