

WEINIG WOL

Met alle commotie eromheen kan de beursgang van World Online (WOL) ook U niet ontgaan zijn. Ook teleurgesteld dat U zo weinig aandelen WOL kreeg toegewezen, of dat de koersexplosie op de eerste dag uitbleef? Sommige verkopers zullen tevreden zijn. Zo verdiende de NS op de beurs in een dag meer dan in een heel jaar op het spoor. Nina Brink is wellicht enigszins teleurgesteld. De introductie leverde haar “slechts” een vermogen van 2,7 miljard gulden op. Vorige week, bij een grijze koers van € 120 voor het aandeel, was ze nog drie keer zo rijk en was ze de meest vermogende vrouw van Nederland, rijker dan Koningin Beatrix. Had het beleggende publiek tijdig in de gaten dat het bedrijf van Keizerin Nina geen kleren heeft?

Zoals veel bedrijven uit de nieuwe economie maakt WOL verliezen. In 1999 nog € 100 mln. Dit jaar zullen de verliezen vermoedelijk tot € 400 mln oplopen. Eind 1999 had WOL 1,2 mln abonnees, het zullen er nu, dankzij de voorkeursregeling bij inschrijving wat meer zijn, zeg 1,5 mln. De beurswaarde van het bedrijf komt dus overeen met zo'n € 8.000 per abonnee. Uitgaande van 5% rente op jaarbasis, komt dit erop neer dat WOL per maand op elke abonnee een *winst* van *f* 750 moet halen om de huidige koers te rechtvaardigen. Denkt U nou echt dat dat zal lukken? Waarom schreef U dan in?

In 1999 was de *omzet* van WOL nog slechts een tientje per abonnee per maand. Deze kwam voor het merendeel uit de vergoeding die KPN betaalt voor het extra lokale telefoonverkeer dat WOL genereert. De lokale tarieven staan echter onder druk, deze inkomensbron zal dus opdrogen. In de toekomst moet WOL het hebben van reclame op haar sites en van de verkopen die uit haar internetverkeer resulteren. Momenteel levert dit nog slechts een omzet van *f* 1,-- per abonnee per maand op. Je moet wel erg optimistisch zijn om te geloven dat dit kan uitgroeien tot een winst van *f* 750 per abonnee per maand.

Op een conferentie waar ik deze week was werd een bankier gevraagd of hij in WOL zou investeren. Het antwoord was veelzeggend: als bank niet, maar als particulier had hij ingeschreven. Een Paradox? Nee, het verschil is dat de particulier een korte planningshorizon hanteert en de bank naar de lange

termijn kijkt.

Een van de grote paradoxen in de financieringstheorie is de eerstedagspremie bij beursintroducties; het feit dat gemiddeld de hoogste koers op de eerste dag zo'n 10 à 15% boven de introductieprijs ligt. Bij WOL was de hoogste koers €51 en was op de eerste dag dus een rendement van 18% te halen. Dat geld is makkelijk verdiend en de introductie was dan ook vijfmaal overtekend. Waarom vroeg Nina slechts €43 per aandeel en niet €51? Waarom wordt de introductieprijs niet verhoogd als beleggers bereid zijn meer te betalen?

Er zijn drie verklaringen. De eerste is dat beleggers bang zijn een kat in de zak te kopen. Zij zijn immers slecht geïnformeerd en lopen risico. Diegenen die bereid zijn het risico te lopen worden met een hoog eerstedagsrendement beloond. Beleggers kijken ook de kat uit de boom. Diegenen die meer informatie hebben, de institutionele beleggers, worden door het grote publiek gevolgd. Als de prijs laag is, koopt de eerste groep, maar dan ook de tweede, en is de vraag groter dan het aanbod. De derde verklaring zoekt het bij de bank die minder moeite moet doen om de aandelen te verkopen als de prijs laag is.

De keerzijde van een hoog eerstedagsrendement is een laag rendement in de periode daarna. Ervaringen met andere introducties wijzen uit dat nieuwe fondsen substantieel achterblijven bij bestaande zodra ze op de beurs zijn. Gemiddeld is het rendement in de eerste 3, 6 of 12 maanden na introductie slechts de helft van dat van vergelijkbare andere fondsen. Een goed voorbeeld in Nederland is Libertel, een aandeel dat sinds de introductie vorig jaar weinig meer gedaan heeft, terwijl bijvoorbeeld KPN in prijs verdubbelde. Ook dit is een paradox, waarvoor de literatuur als verklaring geeft dat alleen de meest optimistische beleggers na de eerste dag het nieuwe aandeel nog zullen bezitten.

One day, zullen al diegenen die vandaag nog aandelen WOL bezitten tot de conclusie komen dat ze er beter aan gedaan hadden deze reeds te verkopen.

Eric van Damme