



Goochelen met IPO's

Het afnemende Amerikaanse aandeel in het wereldvolume aan beursintroducties (ipo's) geldt als populaire illustratie van hoe 'doorgeschoten regelzucht' en 'aansprakelijkheidsgekte' de concurrentiepositie kunnen schaden. Alleen: de cijfers deugen niet. En de conclusies zijn ondoordacht.

TOM NIEROP

Klagen over regelzucht is populair. En soms terecht. Maar de grens tussen serieuze klachten en lobbypraat van belanghebbenden is soms vaag. Zeker als de klagers zich bedienen van ondeugdelijke cijfers en ondoordachte redeneringen. En dat gebeurt.

Zo wordt de laatste tijd het dalende Amerikaanse aandeel in de wereldwijde markt voor *initial public offerings* (beursintroducties) vaak genoemd als belangrijk signaal dat 'te uitgebreide en rigide regelgeving' de Amerikaanse positie als leidende financiële markt bedreigt. Potentiële beursgangers zouden liever uitwijken naar oorden zonder 'draconische' wetten als de Sarbanes-Oxley Act.

Paulson Committee

Die geluiden klinken steeds vaker. Aan borreltafels, in de media (zie ook 'de Accountant' januari 2007), maar ook op 'hoger' niveau. Zoals in de Amerikaanse Committee on Capital Markets Regulation, kortweg bekend als Paulson Committee. Daarin buigen 22 vertegenwoordigers uit beleggings-, zaken-, juridische, en academische wereld - onder wie ceo William Parrett van Deloitte en PricewaterhouseCoopers-topman Samuel DiPiazza - zich over de concurrentiepositie van de Amerikaanse kapitaalmarkten.

Belangrijke conclusies van de commissie tot dusver zijn dat de te gecompliceerde regelgeving moet worden vereenvoudigd en, daarnaast, dat de civiele en strafrechtelijke aansprakelijkheid van bestuurders, commissarissen en accountants aan banden moet worden gelegd.

Alarmerend

Soms zijn de cijfers inderdaad ronduit alarmerend. Zo schreef hoogleraar en PwC-partner Jaap van Manen in maart in het kwartaalblad FD Strategie van het Financieel Dagblad dat in 2005 nog maar vijf procent van alle beursintroducties (in marktwaarde gerekend) plaatsvond in de Verenigde Staten.

Vijf jaar eerder was dat nog vijftig procent. Een spectaculaire daling inderdaad. Van Manen merkt ergens in zijn stuk dan ook op dat "Amerikaanse effectenbeurzen worden gemeden als de pest".

Begrijpelijk. Alleen: het klopt niet.

Van Manen heeft zijn cijfers van de Paulson Committee, zo vertelt hij desgevraagd.

En inderdaad, in een in december 2006 door die commissie gepubliceerd interimrapport staan die cijfers genoemd. Alleen gaan die - zo blijkt na herhaald en nauwkeurig lezen van de passage - niet over de waarde van alle ipo's, maar alleen over de zogenoemde *global ipo's*, een wat verwarrende en ongebruikelijke term voor uitsluitend die beursintroducties die bedrijven doen buiten hun eigen 'moederland'.

Een foutje. Dat kan (zonder ironie) iedereen gebeuren. En de commissie doet, zeker in de veelgelezen *summary*, ook niet veel moeite om misverstanden te voorkomen.

Masseren en selecteren

Veel belangrijker is echter de vraag waarom de Paulson Committee speciaal de beperkte subcategorie van *grensoverschrijdende ipo's* uit de totale verzameling wereldwijde beursintroducties heeft geselecteerd. De commissie noemt het een *key measure of competitiveness*. Maar doen, als het gaat om deze grensoverschrijdende 'competitie' en het afwegen van de internationale mogelijkheden, Amerikaanse bedrijven die kiezen voor een Amerikaanse beurs niet mee? Kern van het probleem is toch dat de moderne wereldeconomie geen grenzen meer kent - althans dat wil het gangbare, oppervlakkige beeld?

Het antwoord op de vraag waarom juist deze getallen zijn geselecteerd, is vrij duidelijk. De cijfers over het Amerikaanse aandeel in de totale hoeveelheid ipo's passen niet in het verhaal van de Paulson Committee. Ze komen slecht uit. Het rapport is volgens de commissie zelf gebaseerd op onderzoek *by some of the best experts available*. Het laat zich echter aanzien dat het masseren en selectief gebruiken van cijfers tot de voornaamste expertisegebieden van deze geleerden behoort.

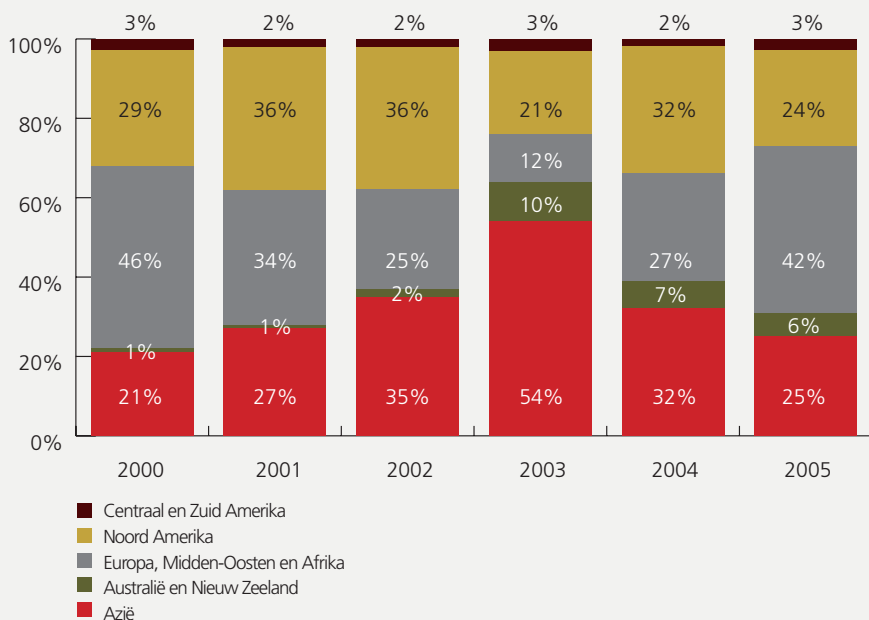
Bewust kneedwerk

Niet alleen in de Paulson Committee zitten creatieve cijfermakers. Ook in andere gevallen lijkt zonder meer sprake van bewust kneedwerk. Dit volgens het aloude ►

Niet alleen in de Paulson Committee zitten creatieve cijferaars. Ook elders is sprake van bewust kneedwerk.

De cijfers spreken andere taal dan de alarmerende lobby studies. De daarin gepresenteerde conclusies lijken vooraf te zijn geformuleerd.

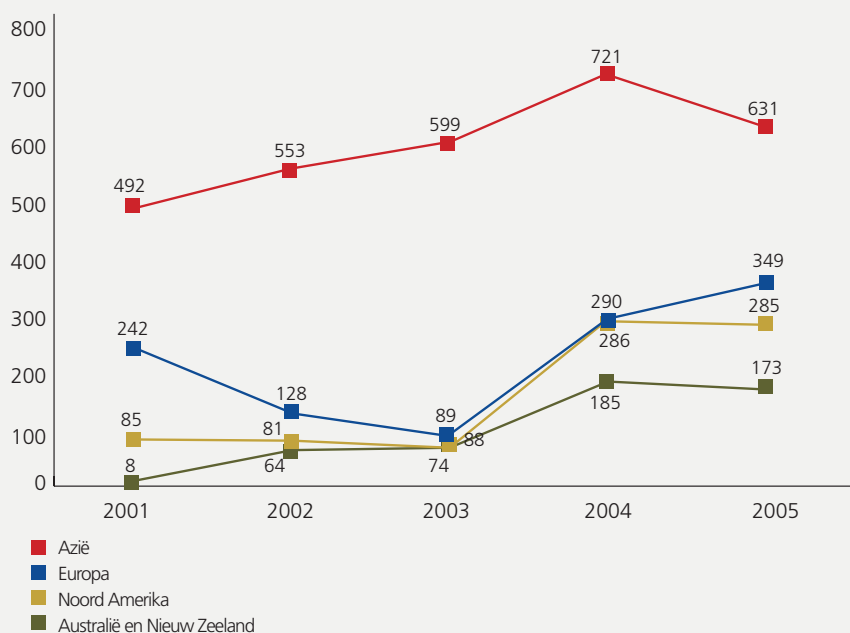
Ipo's per regio (gemeten naar totale waarde)



BRON: ERNST & YOUNG/THOMSON FINANCIAL

adagium: je kunt met cijfers alles 'bewijzen', mits je ze maar handig kiest. En, moet je daar eigenlijk nog aan toevoegen: mits de lezer gemakzuchtig en niet al te kritisch is. Rond de jongste jaarwisseling verscheen een rapport van de om onnaspeurbare redenen immer als 'prestigieus' aangeduide consultants-firma McKinsey, geschreven in opdracht van het New Yorkse gemeentebestuur. Het bestaande beeld dat dergelijke bureaus zelden tot conclusies komen die hun opdrachtgevers onwelgevallig zijn, werd ook dit keer niet doorbroken. Belangrijke conclusie was dat de New Yorkse concurrentiepositie als financieel centrum onder druk staat. En de belangrijkste factoren daarbij zijn volgens het bureau - wederom - de strikte regelgeving en het juridische klimaat in de VS (angst voor litigation). Belangrijke aanbevelingen zijn dan ook het beperken van de regelgeving en de juridische aansprakelijkheid. Net als de commissie Paulson bepleit.

Aantal ipo's per regio



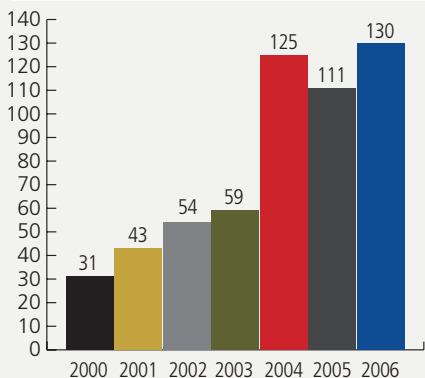
BRON: ERNST & YOUNG/THOMSON FINANCIAL

Verpletterend

Media als Financial Times en New York Times plaatsten daarbij meteen al wat sceptische en kritische kanttekeningen. Die laatste krant ging het verst en twijfelt openlijk aan de kwaliteit - in feite aan de integriteit - van het onderzoek (zie 'de Accountant' maart 2007, pagina 8). Zo stopt een overzichtje met beursintroductions sinds 2001 merkwaardigerwijs net voor november 2006, toen - aldus de New York Times - met 32 stuks (totaal acht miljard dollar) het hoogste maandtotaal in vijf jaar werd genoteerd (getallen die ik overigens niet terug heb kunnen vinden, TN). McKinsey verkiest voor het extra fel belichten van de zorgelijke trend overigens weer een andere subcategorie ipo's dan de Paulson Committee, zo blijkt bij lezing van het desbetreffende hoofdstuk: namelijk de zeer grote beursintroductions, van meer dan een miljard dollar. De cijfers worden fraai afgebeeld in een veelzeggende staafdiagram. Een ronduit verpletterende daling van het

Het aantal ipo's in Noord-Amerika steeg in de periode 2001-2005 van 85 tot 285.

Aantal beursintroducties Wall Street 2000-2006



BRON: NEW YORK STOCK EXCHANGE

Amerikaanse wereltaandeel is het gevolg van deze 'toevallige' selectie: van 57 procent in 2001 tot een armzalige zes procent in 2005. In het nog incomplete 2006-jaar is dat overigens alweer wat opgelopen tot zestien procent.

Nuchtere cijfers

Nu een blik op de nuchtere cijfers. Volgens het rapport Accelerating Growth van Ernst & Young en Thomson Financial, voor zover auteur dezes kan waarnemen de enige handzame bron op dit gebied, bedroeg het Noord-Amerikaanse marktaandeel in de totale waarde van de wereldwijde ipo-markt in 2000 29 procent en in 2005 24 procent (zie figuur 'Ipo's per regio'). Cijferreeksen voor alleen de VS zijn helaas niet beschikbaar, maar in 2005 nam Canada van die 24 procent slechts vier procent voor zijn rekening, dus het trendbeeld voor alleen de VS kan niet heel erg afwijken. Volgens de allerlaatste cijfers daalde het Noord-Amerikaanse aandeel vorig jaar verder tot twintig procent.

Een daling dus, maar toch al heel wat minder spectaculair dan de 'angstaanjagers' aangeven. Belangrijker is echter dat die relatieve daling vrijwel niets - of op zijn best heel weinig - zegt over de Amerikaanse concurrentiepositie. En nog veel minder over de 'negatieve' invloed van regelgeving daarbij.

Merkwaardig dat mensen die voortdurend praten over 'opkomende wereldmacht China', hevig schrikken als blijkt dat dit zich ook vertaalt in beursintroducties.

Ook goochelen met *class actions*

Naast SOx bedreigt volgens McKinsey en de Paulson Committee ook de juridische proces- en claimcultuur de Amerikaanse positie als financieel centrum. Ook in die discussie wordt selectief gewinkeld en lustig gekneed met de beschikbare data. Dat de Amerikaanse aansprakelijkheidscultuur zijn extreme en afschrikwekkende kanten heeft is bekend. Maar het is allerminst nieuw. En belangrijker: het neemt ook niet toe. Het aantal (en de kosten van) schikkingen van zogenoemde *class actions* bereikte in 2005 weliswaar een absolute record-hoogte, zoals McKinsey gretig opmerkt in zijn alarmistische rapport, maar dat is nauwelijks verrassend gezien de vele regelingen in dat jaar in verband met de megafraudes bij WorldCom en Enron.

Een begin dit jaar gepubliceerde studie door NERA Economic Consulting stelt vast dat het aantal aangespannen *class actions* in 2006 met 36 procent is gedaald. Dit nota bene ondanks een golf van 22 nieuwe zaken over het antedateren van opties - een in Nederland tamelijk onderbelicht nieuw megaschandaal.

Nog wat bevindingen uit die studie:

- Sinds de periode 1993-1995 is de jaarlijkse kans voor een gemiddeld bedrijf om een *class action* aan de broek te krijgen gedaald van 1,8 naar 1,6 procent.
- De kans dat zo'n zaak niet ontvankelijk wordt verklaard is sindsdien verdubbeld. Dat gebeurde met ruim 38 procent van alle *class actions* aangespannen tussen 1999 en 2004.

Ook Cornerstone Research en de Stanford Law School constateerden onlangs een daling van het aantal rechtzaken, met een 'dieptepunt' van 110 nieuwe zaken in 2006. De verklaring van Stanford-hoogleraar Joseph Grundfest zal ook de mensen van McKinsey en de Paulson Committee interesseren: "De federale overheid is een veel agressievere tegenstander en kan een veel hoger niveau van *compliance* afdwingen dan particuliere *class action*-advocaten. Ik denk dat we het effect beginnen te zien van een stevigere en slimmere campagne tegen witteboordencriminaliteit, door de SEC en het ministerie van Justitie."

Sinds 1993-1995 is de jaarlijkse kans op een class action gedaald van 1,8 naar 1,6 procent. De kans dat zo'n zaak niet ontvankelijk wordt verklaard is verdubbeld.

Marktaandelen

Zoals bekend ontwikkelen sommige delen van de wereld zich economisch tamelijk stormachtig. Het is merkwaardig als mensen die tijdens borrels voortdurend praten over 'de ongelooflijke ontwikkelingen in de opkomende economische wereldmacht China', hevig schrikken als blijkt dat dit zich ook vertaalt in verschuivende aandelen in de wereldhandel, internationale investeringen en - ja, ook dat - beursintroducties.

Het dalende Amerikaanse aandeel in het wereldwijde ipo-volume is geen gevolg van afnemende activiteit in de VS zelf, maar voor het overgrote

deel simpelweg van het feit dat in emerging markets, met China als absolute koploper, steeds meer bedrijven naar de beurs gaan. En soms zijn dat extreem grote (ex-staats)bedrijven. Zo vond in 2006 de grootste beursintroductie ooit plaats: van ICBC in China (bijna \$22 miljard). Daarmee werd de grootste ipo van 2005, van China Construction Bank, overtroffen. Op nummer twee en drie in 2006 volgden Bank of China Ltd en het Russische olie- en gasconcern Rosneft, de grootste Russische beursintroductie ooit (elk ruim \$10 miljard). Vier van de top 10-deals en zes van de top 20-deals in 2006 vonden plaats in opkomende markten. ►

Geen paniek

Is het vreemd dat het Amerikaanse relatieve marktaandeel in zo'n snelgroeiende omgeving wat slinkt? Bovendien speelde daarnaast een aantal Europese privatiseringen van grote staatsbedrijven - waaronder ook Russische bedrijven die naar de Londense beurs gaan - nog een aanvullende rol.

Los van de precieze interpretatie van al die percentages, rijst ook de vraag of de waarde van beursintroductions wel de beste indicator is voor de populariteit van een specifieke financiële markt. Zeker als het gaat om 'het vluchten voor regelgeving' lijkt het absolute aantal ipo's veel relevanter. Ook al omdat de noodzakelijke compliance-kosten rond onder meer SOx, bij een kleine beursintroduction relatief zwaarder wegen dan bij een grote.

Welnu, het absolute aantal ipo's in Noord-Amerika (dus weer inclusief Canada) steeg in de periode 2001-2005 van 85 tot 285, meer dan een verdrievoudiging (zie figuur 'Aantal ipo's per regio'). Wereldwijd steeg het aantal ipo's in die periode (beginnend met de postinternet bubble

dip) van 832 naar 1.537, bijna een verdubbeling. Het aantal Noord-Amerikaanse ipo's steeg dus zelfs sterker dan het wereldwijde aantal.

De ontwikkeling van het aantal beursintroductions aan de New York Stock Exchange, niet de enige maar wel de grootste Amerikaanse beurs, geeft evenmin aanleiding tot ernstige nervositeit. Dat aantal bedroeg in 2006 130, hoger dan in enig ander jaar in deze eeuw (zie figuur 'Aantal beursintroductions Wall Street 2000-2006').

Koel hoofd

De cijfers spreken dus andere taal dan de alarmerende lobby studies. Vooral de daarin gepresenteerde conclusies lijken al vooraf te zijn geformuleerd.

Bij dat alles komt dat het uiterst twijfelachtig is of bedrijven zulke strategische investeringsbeslissingen echt laten afhangen van een paar regels meer of minder. De keuze voor een specifieke beurs hangt af van een samenstel van factoren, met de omvang van de (kapitaal)markt, de liquiditeit, de aanwezigheid van beleggers en de kapitaalkosten als

enkele van de belangrijkste. De kosten van compliance horen daar zeker bij, maar lijken toch niet meer dan een secundaire factor.

In de discussie over regelgeving en financiële markten wordt een hoop bewust misleidende en zorgvuldig geselecteerde onzin verkocht. Dat wil uiteraard niet zegen dat een discussie over regelgeving op zichzelf onzinnig is. Met echte regeldiarree is immers niemand gediend. Maar cijfermatig kneedwerk maakt je zaak niet sterker, zeker niet als er overduidelijk commerciële belangen en nevenagenda's in het geding zijn.

Daarnaast rijzen er nog aanvullende vragen. Zoals: Hoe serieus moet je commissies en bureaus nemen die dit soort selectieve cijfers en voorgekookte interpretaties klakkeloos presenteren en overnemen? Maar misschien is dat meer iets voor een ander artikel. ■