

Gevangen op Wall

net Financieel
management



De met de Sarbanes-Oxley Act verbonden regeldruk blijkt de concurrentiepositie van Amerikaanse aandelenbeurzen fors te hebben aangetast. Loont een Amerikaanse beursnotering voor Nederlandse bedrijven nog wel? En is er uitzicht op verlichting van de regeldruk?

BERT BAKKER

Toen George Bush junior op 30 juli 2002 zijn handtekening zette onder de Sarbanes-Oxley Act, waren de reacties in zijn land gemengd. Bestuurders van aan Amerikaanse beurzen genoteerde bedrijven kreunden bij de gedachte aan de golf van nieuwe eisen en verplichtingen die op hen af kwam. Maar in de commentaren klonk destijds een ondertoon van trots door: de schandalen rond Worldcom en Enron waren amper een halfjaar eerder in volle omvang naar buiten gekomen. Dat de regering-Bush zó snel op de gebleken wantoestanden reageerde met een zo uitgebreide en gedetailleerde wet die in één klap orde op zaken stelde, maakte indruk. Het werd gezien als een bewijs dat nergens ter wereld beurzen zo professioneel werden gerund en gemonitord als in de VS. Nu, ruim vier jaar na het van kracht worden van SOx, zoals de wet

in de wandeling is gaan heten, klinkt het tandengeknars nog even luid als destijds, maar is van de stille Amerikaanse trots helemaal niets meer over. Integendeel: in plaats van de New York Stock Exchange en zijn elektronische pendant Nasdaq naar een nog hoger plan te tillen, blijkt de enorm toegenomen regeldruk de concurrentiepositie van Amerikaanse aandelenbeurzen fors te hebben aangetast.

Bom

Nadat het een groep Amerikaanse professionele beleggers, ondernemingsbestuurders en economen de afgelopen twee jaar was opgevallen dat het wereldwijd herstel van het beursklimaat in Londen en Hong Kong wél leidde tot nieuwe toestroom van buitenlandse bedrijven die een notering aanvroegen, maar in New York niet,

Street?



FOTO: CORBIS

Door een overdaad aan gedragstoezicht kan een bepaald optimum in de werking van de kapitaalmarkt worden gepasseerd.

begonnen ze zich zorgen te maken. De groep van 22 personen verenigde zich in het Committee on Capital Markets Regulation en gaf een hoogleraar *finance* aan de Universiteit van Chicago, Luigi Zingales, opdracht de oorzaken te onderzoeken en te kwantificeren. Het rapport dat in de laatste week van november 2006 uitkwam sloeg in als een bom. De Amerikaanse beurstoezichthouder SEC had

tot dan toe verzuimd een tussentijdse evaluatie van SOx te produceren - terwijl de nadelen voor alle betrokkenen allang zichtbaar waren. Het rapport leverde verontruste marktpartijen voor eerst wetenschappelijk bewijs dat door een overdaad aan gedragstoezicht een bepaald optimum in de werking van de kapitaalmarkt gepasseerd kon worden.

Koren op molen

Zingales vergeleek bij een reeks buitenlandse ondernemingen die zowel in hun land van vestiging als in Amerika genoteerd waren, het verschil tussen boekwaarde en beurswaarde, en peilde hoe die 'premie' zich had ontwikkeld had in de overgang van het pre- naar het post-SOx tijdperk. In de pre-SOx tijd was die premie bij *dual listed*-bedrijven vaak veel groter dan bij bedrijven die geen Amerikaanse notering hadden. Reden: beleggers gingen ervan uit dat een bedrijf dat kon voldoen aan de - ook toen al - hoge Amerikaanse noteringseisen, een solidere belegging waren. In zijn onderzoek becijferde de hoogleraar uit Chicago dat *dual-listed*-bedrijven in de jaren 1997 tot 2001 gemiddeld een 51 procent hogere beurwaardering hadden dan hun alleen thuis genoteerde *peers*, maar dat die extra premie in de jaren 2002 tot 2005 was gedaald naar 31 procent. Dat suggereerde dat beleggers op die manier de extra administratieve kosten van het genoteerd zijn onder het SOx-regime, plus de oplopende kosten al gevolg van juridische acties van aandeelhouders tegen ondernemingen, in de koers verdisconteren. Impliciet kon het onderzoek - koren op de molen van Europese *dual listed* SOx-haters - ook zo worden uitgelegd dat excessief *rule based*-toezicht inderdaad kan doorslaan en leiden tot een repressief klimaat dat uiteindelijk zelfs de ondernemingszin van bedrijven frustreert.

Nederlandse bedrijven

Een voor de hand liggende vraag is: hoe ondergaan Nederlandse bedrijven met een dubbele notering het SOx-regime? Er klinken geluiden dat de lusten van een Amerikaanse notering inderdaad zijn omgeslagen in een last. Maar het beëindigen van die notering zou zo mogelijk nog problematischer zijn dan continuering. Kortom: gevangen op Wall Street? Harry Noy, bestuursvoorzitter van ingenieurs-

De toegenomen regeldruk blijkt de concurrentiepositie van Amerikaanse beurzen fors te hebben aangetast.

bedrijf Arcadis, dat sinds een Amerikaanse overname in 1993 Nasdaq-genoteerd is, is diplomatiek. Hij laat zich niet zomaar in het kamp van de SOx-haters plaatsen. "Als je een onderneming hebt die zo'n veertig procent van zijn jaaromzet van ongeveer 1,2 miljard euro uit Amerika haalt, dan is het niet onbelangrijk ook een gezicht te hebben op een Amerikaanse beurs."

Maar dat gezegd hebbende wil hij wel kwijt dat de beslissing van het bestuur, eind 2004, om te zorgen dat de onderneming eind 2006 SOx-compliant zou zijn (buitenlandse bedrijven kregen respijt) "geen onverdeeld genoegen bleek".

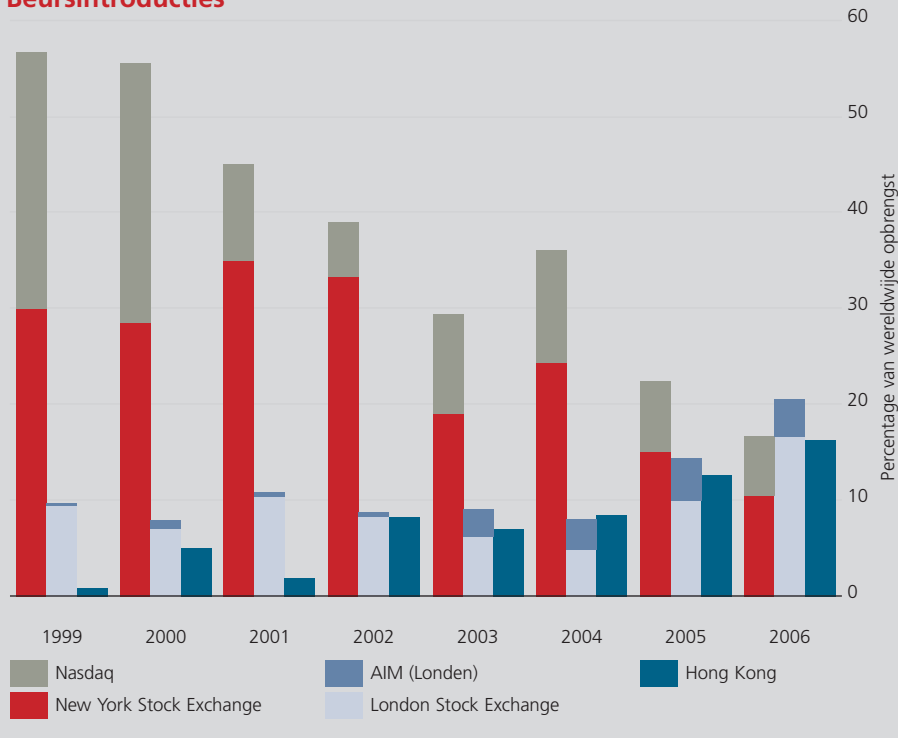
Externe consultants

Arcadis heeft, zegt Noy overigens, nooit serieus overwogen om de Nasdaq-notering te beëindigen. Ook niet in 2002. Amerikaanse *peers* van het bedrijf waren duidelijk hoger gewaardeerd. En doordat een flink deel van de groei uit Amerika zou moeten komen, zou de *exposure* in de VS toenemen. Zo hoopte het bestuur te profiteren van het dichten van de waarderingskloof.

Noy: "We begonnen positief aan de operatie om aan SOx te kunnen voldoen. We zagen voordelen in verbeterde systemen voor risicomanagement. En we dachten dat als we zouden focussen op de hoofdpunten - dus niet streven naar een tien maar naar een zeven - de kosten zouden meevallen. Dat viel enorm tegen."

Tot zijn frustratie zag Noy de werkzaamheden van het projectteam en de externe consultants - die laatsten moeten natuurlijk van een ander big four-kantoor zijn dan de accountants die de jaarrekening certificeren - steeds verder uitdijen. Noy: "Op jaarbasis zijn we naar verwachting 3,5 miljoen euro *out of pocket* aan het proces kwijt." Om dat in proportie te kunnen zien: de netto jaarwinst van Arcadis was in 2005 ongeveer 33 miljoen euro. ►

Beursintroducties



BRON: ECONOMIST

Zeventien dubbele noteringen

Zeventien bedrijven met een beursnotering in Nederland zijn daarnaast ook in de Verenigde Staten aan een beurs genoteerd. Deze bedrijven moeten eind 2006 SOX-compliant zijn.

- ABN AMRO
- Aegon
- Akzo Nobel
- Arcadis
- ASM International
- ASM Lithography
- BE Semiconductor Industries
- Buhmann
- Crucell
- ING Groep
- KPN
- Van der Moelen Holding
- Philips Electronics
- Reed Elsevier
- Royal Dutch
- TNT
- Unilever

Harry Noy (Arcadis):
‘Op jaarbasis zijn we naar verwachting 3,5 miljoen euro out of pocket aan het proces kwijt.’

kleinere bedrijven te versoepelen niet zullen helpen. Daarvoor is Arcadis' beurswaarde te hoog. En, zegt Noy: "Het schrappen van de beursnotering is relatief eenvoudig, maar dan ben je nog niet van je verplichtingen af. Volgens de huidige regels blijven die namelijk bestaan zolang je nog driehonderd Amerikaanse aandeelhouders hebt. Je hebt dus voorlopig geen keus."

Marginale verlichting

Christoph van der Elst is hoogleraar recht en management aan de Universiteit van Tilburg. Hij doet onder meer vergelijkend onderzoek naar de juridische kaders in de diverse Europese landen waar EU-richtlijnen ten aanzien van toezicht op genoteerde bedrijven in 2008 moeten worden ingepast. Ook hij is op korte termijn niet erg optimistisch over de kans dat Europese bedrijven met een dubbele notering op een verlicht SOX-regime mogen hopen.

Van der Elst: "Als ik de aanbevelingen in het rapport van het Committee on Capital Markets Regulation ten aanzien van het curciale SOX 404 bestudeer, dan zie ik dat ook die slechts tot een marginale verlichting leiden."

Ook degenen die hopen dat de slechte ervaringen met SOX in Amerika betekenen dat de Europese Unie het traject naar betere en meer uniforme toezichtrichtlijnen zal verlaten, moet Van der Elst teleurstellen. "Het punt is dat Europa op dit punt van interne controlesyste-

Christoph van der Elst
(Universiteit van Tilburg):
‘De aanbevelingen in het rapport van het Committee on Capital Markets Regulation leiden slechts tot een marginale verlichting.’

men vrijwel niets had. Voor het eerst worden er nu normen geformuleerd ten aanzien van transparantie, boekhoudrichtlijnen, en regels voor accountants. Die moeten nu in nationale wetten worden omgezet."

Hoop

Voor de iets verdere toekomst heeft de Tilburgse hoogleraar wel hoop, juist vanwege het vastleggen van die paar hoofdrichtlijnen: "Als Europa zich tot nu toe tegenover Amerika beklaagde over de regeldruk voor Europese bedrijven in de VS, konden die zeggen: 'Ja, maar jullie hebben ter zake helemaal niets.' Straks onderhandelen wij als Europeanen, met een basis van regelgeving, met Amerikanen die intussen de negatieve kanten van SOX hebben ondervonden. Dat zal een vruchtbaar gesprek zeker bevorderen." ■

‘Gevangen?’

De Arcadis-topman put troost uit de gedachte dat het straks in elk geval gemakkelijker zal zijn om een in control-verklaring volgens de Tabaksblad-normen af te geven, dat een deponering van de jaarcijfers in Amerika binnen het wettelijke zoF-format minder bewerkelijk is sinds de introductie van IFRS, en dat de kosten van de operatie volgend jaar waarschijnlijk zullen terugzakken naar vijftig á zestig procent van het niveau van het eerste SOX-jaar. Per saldo zegt Noy op de vraag of Arcadis zich 'gevangen' voelt op Wall Street: "Bij de huidige regelgeving is het vrijwel onmogelijk om onder de verplichtingen van een Nasdaq-listing uit te komen. Misschien brengt de recente discussie over SOX soelaas." Maar hij weet ook dat de laatst bekende plannen om de SOX-eisen voor