

Robert Bell

Beursbedrog

De windhandel op de aandelenmarkt

Vertaald door Henne van der Kooy

Beursbedrog © EAI and Robert Bell 2003

Uitgegeven door De Arbeiderpers, Amsterdam 2003

Niet meer leverbaar

Geplaatst op www.organicfraud.org met toestemming van Robert Bell, 15 juni 2009

Inhoud

Woord vooraf	3
1 Het spel met het beleggersvertrouwen	4
2 Dromen van ongekende rijkdom	40
3 Dromen uit de opiumpijp	50
4 De rijkdom van gemanipuleerde dromen	59
5 Leveranciersdromen	68
6 De overheid en de particulier als bedrogen kopers	79
7 De misleidende magie van de markt	87
8 Dromen van onschendbaarheid	99
9 Oplichterij: alleen het goede nieuws wordt doorgegeven	105
10 Alle controlemechanismen afgeschaft	117
11 Bedrog in het duister	120
12 Conclusie	125
Noten	128

Woord vooraf

Dit boek begon op 4 april 2000. Op die dag waren mijn vriend Barry Pascal in Los Angeles en ik in New York niet weg te slaan van telefoon en televisietoestel, waar we toekeken hoe de Nasdaq eerst met geweld crashte en vervolgens weer omhoog stuitte. Wij wisten dat er een vergelijkbare dag geweest was vlak voor de beursval van 1929 en we wachtten op de schijnbaar onafwendbare vervolg-crash – die nooit kwam. Er kwam een lange, verschrikkelijke glijvlucht omlaag, maar geen crash. Dus, met Barry's bijna dagelijkse hulp en aanmoediging ging ik op zoek naar het waarom. Al ben ik zelf volledig verantwoordelijk voor de inhoud van dit boek, toch wil ik in het bijzonder Barry danken. Andere vrienden die me geweldig geholpen hebben met hun adviezen of aanmoedelingen waren Geoffrey Fielding, Robert Higashi, Laurent Lemire, Jacques Plat, Suzy Plat en Marie Verdier.

Een aantal van mijn studenten aan het Brooklyn College, City University of New York, hebben geholpen een aantal onderwerpen van het boek te researchen. Vooral Igor Bychkov en Ari Baum wil ik in dat verband danken. Andere studenten die zeer hebben geholpen waren Shkysi Cummings, Shawn Gross, Mark Lieberman, Joel Luciano en Scott Serber. Verder dank ik mijn vrienden en collega's van Brooklyn College die me geadviseerd of aangemoedigd hebben, vooral Hershey Friedman, Hy Sardy, Bruce Schultz en David Friedman.

Mijn vriendin en agente Alice Toledo in Amsterdam heeft me keer op keer aangemoedigd dit boek te schrijven. Mij redacteur Peter Claessens en uitgever Lex Jansen houden kantoor in een gebouw dat oorspronkelijk bewoond werd door hen die persoonlijk de tulpengekte tulpengekte beleefd moeten hebben. Ik dank Peter en Lex voor hun moed om te speculeren op de oorzaken van de meest recente gekte.

HOOFDSTUK 1

Het spel om/met het beleggersvertrouwen

In dit boek komen vier hoofdpunten aan de orde. Eén: de Amerikaanse effectenbeurzen, die de trend zetten voor de meeste andere belangrijke beurzen, waaronder de Amsterdamse, worden gemanipuleerd – niet altijd en in alle gevallen, maar voldoende om de Nasdaq-zeepbel te laten ontstaan en te voorkomen dat die vervolgens uiteen zou spatten. Na het hoogtepunt daarvan zijn de Amerikaanse beurzen opzettelijk en met beleid weer omlaag geleid.

Twee: de praktijken waarmee de aandelenmarkten gemanipuleerd worden zijn in essentie gelijk aan die waarmee de wapenmarkt rond het Pentagon gestuurd wordt, al kunnen ze op detailpunten wat van elkaar verschillen. Zo zijn transacties buiten de boeken, ‘*spinning*’, beursintroductions van razendsnel alweer failliete ondernemingen en andere in het nieuws gekomen praktijken die in dit boek ter sprake komen, simpelweg uitingen van veel algemenere, door Pentagonleveranciers decennialang verfijnde en gepolijste frauduleuze strategieën. Er zijn overstelpende aanwijzingen dat die naar de aanstichters van de windhandel zijn doorgegeven door uit andere bedrijfstakken ingehuurd mensen en door de consultants – accountants, zakenbankiers en juristen. Kortom, wat er gebeurde in zwendelcampagnes ten tijde van de Nasdaq-zeepbel is een bijna dagelijks verschijnsel rond de wapenleveranties aan het Pentagon, waar er sprake is van een ononderbroken windhandel.

Drie: een belangrijke geldbron voor het eerste groeien van de zeepbel, misschien wel dé belangrijkste, was een typisch Amerikaanse pensioenvorm, het ‘*defined contribution plan*’ (beschikbare-premiepensioen – vert.). Zonder die pensioenen zou de zeepbel er vrijwel zeker nooit gekomen zijn, en zo ja, dan toch veel kleiner. De haaien konden, en kunnen nog steeds, vrijwel onbeperkt over dat geld beschikken, zoals de wapenindustrie ook vrijwel onbeperkt kan beschikken over Amerikaans belastinggeld.

Vier: de droom van de ‘nieuwe technologie’ speelde een betrekkelijk geringe rol, net iets groter dan de dromen - zoals onzichtbaarheid, supersonisch vliegen op boomtophoogte, een kogel met een kogel raken in de raket-afweer, enzovoort - die bij elk van de zwendelcampagnes rond wapensystemen voor het Pentagon worden ingezet. De dromen van het Pentagon veranderen eindeloos, en de wapenzwendel zal ook eindeloos doorgaan. Veel belangrijker voor de beurs-zeepbel was het instrumentarium om hem op te pompen, plus de

beschikbaarheid van het pensioengeld. Een keur aan nieuwe dromen liggen te sluimeren in de wachtkamer, klaar om tot nieuwe zeepbellen opgepompt te worden. Waarschijnlijk zullen ze stuk voor stuk allemaal aan de beurt komen. Het instrumentarium voor de volgende staat al klaar, gereed om van start te gaan.

Dit boek beschrijft het spel rond het beleggersvertrouwen, de praktijken die bij deze technologische-zeepbelrevoluties toegepast worden door de ontwikkelaars – civiele zowel als militaire. Veel daarvan in verband met projecten op het gebied van geavanceerde natuurwetenschap, moderne civiele techniek en militaire technologie heb ik eerder al beschreven in mijn boek *De bodemloze put*. Daarin bleken bij dergelijke projecten dezelfde *Slechtst mogelijke praktijken* te leiden tot dezelfde desastreuze resultaten, in de Verenigde Staten én in Europa, gefinancierd met overheidsgeld of, zoals bij de Kanaaltunnel, volledig met particulier kapitaal. Hier zal blijken dat dezelfde praktijken als waarmee de Pentagonleveranciers gewend zijn één klant, de Amerikaanse overheid, te bezwendelen, even vanzelfsprekend worden toegepast door de effectenhandel om miljoenen kopers uit te kleden.

Hoe konden de zelfde praktijken voor zowel de wapenindustrie als voor de beurshandel werken? De *markten* waarop ze functioneren blijken daarvoor nader beschouwd op een aantal hoofdpunten voldoende op elkaar te lijken. Bewerkt door lobbyisten van de wapenindustrie doen bureaucraten van het Pentagon en de directe ondergeschikten van een gekozen functionaris, de president, voorstellen welke wapens gekocht moeten worden. Maar die voorstellen moeten worden voorgelegd aan andere onafhankelijk gekozen functionarissen - honderd in de Senaat en vierhonderdvijfendertig in het Huis van Volksvertegenwoordigers. Die vijfhonderdvijfendertig mensen zijn de werkelijke kopers, zij stemmen over de aankoopcontracten voor elk afzonderlijk wapensysteem. De Pentagon-wapenmarkt omvat dus een handvol fabrikanten, de verkopers, en ruim vijfhonderd kopers, die echter bij meerderheid van stemmen moeten optreden. Elders heb ik laten zien dat zij de informatie waarop zij verondersteld worden hun beslissingen te baseren, krijgen van officiële *experts* die niet alleen als twee handen op één buik zijn met de leveranciers die de wapens maken, maar feitelijk gewoon die leveranciers zelf.¹ Het geld dat deze kopers uitgeven komt niet uit hun eigen zak, maar uit die van anderen, de belastingbetalers. Belanghebbenden hebben dit geheel tot stand weten te brengen met behulp van de *slechtst mogelijke praktijken* die ik in *De bodemloze put* beschreven heb.

De effectenbeurs kende extra complicaties, maar ook essentiële kenmerken die dicht genoeg in de buurt kwamen van het leverancierscircus rond de Pentagon-wapencontracten om dezelfde slechtst mogelijke praktijken aan het werk te zien in wat wij hier het spel rond het beleggersvertrouwen zullen noemen. Het staat onder presidentiële leiding, die hoofdzakelijk berust op cliëntelisme, bijdragen voor de presidentiële verkiezingscampagnes, en een tot in de kern corrupte markt die werkt als een meer dan grotendeels corrupte, tweekamerige legislatuur, zoals het Amerikaanse Congres.

De anticrash-ploeg

In de eerste plaats is er letterlijke leiding vanwege de president, in dit geval een direct onder de president staand officieel federaal orgaan met – hoe verwonderlijk ook - de expliciete opdracht de markt te sturen. Ter voorkoming van een herhaling van de beurscrash van 19 oktober 1987 tekende Ronald Reagan op 18 maart 1988 het presidentieel besluit nr 12631. Daarmee riep hij de *Presidentiële Werkgroep voor Financiële Markten* in het leven waarnaar, in de zeldzame gevallen dat zij überhaupt ter sprake komt, in de financiële pers verwezen wordt als ‘het Plunge Protection Team’, zoiets als ‘de anti-crashploeg’, kortom. Daarin zitten de minister van Financiën, de Bestuursvoorzitter van het *Federal Reserve System* (het stelsel van Amerikaanse centrale banken) de voorzitter van de beurstoezichthouder *Securities and Exchange Commission* (SEC), de voorzitter van de *Commodities Futures Trading Commission* die toezicht houdt op de termijnmarkten, of plaatsvervangers van ieder van hen. De minister van Financiën of zijn plaatsvervanger zit de commissie voor.

Presidentieel Besluit 12631 omschrijft de ‘doelen’ van de commissie als: ‘de integriteit, doeltreffendheid, ordening en het concurrerend vermogen van onze nationale financiële markten verhogen en het vertrouwen van de investeerders in stand houden.’ Geen van de opstellers van dit document leek het zich aan te trekken dat manipulatie van de markt nauwelijks de integriteit of doeltreffendheid ervan konden verhogen. En ze streefden duidelijk een hypocriet nationaal doel na bij hun jacht op wereldomvattende financiële instellingen. Ze hadden kennelijk niet voor ogen Londen of Frankfurt ’s werelds belangrijkste effectenbeurs te laten worden. Maar uiteindelijk is ‘het vertrouwen van de investeerders in stand houden’ evident de belangrijkste doelstelling. Als de slachtoffers het geloof verliezen in de instantie waar ze hun geld in steken, of waar het voor hen in wordt gestoken, dan zullen ze wel iets anders vinden om het in te steken - in het uiterste geval zou dat het eind van het

beurzensysteem kunnen betekenen, en in het minste geval zou het er een geweldige deuk in slaan.

Het Presidentieel Besluit omschrijft hoe deze doelen bereikt zullen worden: ‘De werkgroep zal naar behoren overleggen met vertegenwoordigers van de verschillende beurzen, clearing-bedrijven, zelfregulerende organen en grote marktpartijen [lees, onder anderen, fondsbeheerders] om waar enigszins mogelijk te komen tot oplossingen buiten de publieke sfeer.’ De werkgroep is daarmee wettelijk gemachtigd de markt te manipuleren door fondsbeheerders en anderen aan te zetten tot koersopdrijving, en iedere vorm van samenspanning tussen marktpartijen die daartoe door de werkgroep waren aangezet, zou in feite gevrijwaard zijn van iedere wettelijke vervolging. Als wie dan ook een civiel- of strafrechtelijke vervolging tegen hen zou willen instellen, dan hoeven de samenspanners er alleen maar op te wijzen dat ze gehandeld hebben op wettige aanwijzing van de Werkgroep. (Zou iemand verwachten dat de door de president aangestelde minister van Justitie Alan Greenspan vervolgt wegens het tot stilstand brengen van een beurscrash?) Zelfs al zou het de rechtzaal halen, dan zou de rechter behandeling moeten weigeren als niet ook de president van wie in laatste instantie de opdracht afkomstig was, werd gedagvaard. En dat zou nooit gebeuren.

Dat was overigens de succesvolle verdediging in laatste instantie bij een aantal vervolgingen van Pentagon-leveranciers, zoals met betrekking tot een slecht functionerend luchtdoelverdedigingswapen, de Sergeant York. De gedagvaarde particuliere aannemers kwamen in dat verband met documenten op de proppen waaruit bleek dat ze in opdracht hadden gehandeld van het hoofd van het Bureau voor Geüniformeerde Diensten. Toen die niet vervolgd werd, wees de rechter behandeling van de zaak van de hand. Wat de effectenbeurs aangaat betekent dat, dat sommigen wettelijk gerechtigd zijn tot samenspanning met als doel van anderen te profiteren – in het nationaal belang...

De werkgroep kan over de diensten van ieder ander orgaan van de federale overheid beschikken: ‘De hoofden van bestuursorganen, instellingen en onafhankelijke diensten zullen, binnen de grenzen van de wet, de werkgroep die informatie leveren die zij voor het uitvoeren van deze opdracht van node heeft.’ De FBI, de CIA en een aantal andere diensten zouden binnen deze omschrijving vallen. Maar ze worden in hun handelen toch ingeperkt door de wet, zou men kunnen tegenwerpen. Dat heeft deze diensten in het verleden niet altijd tegengehouden. De dubieuze activiteiten van de FBI zijn laatstelijk aan het licht gebracht door het in 1978 opgerichte geheime US Intelligence Court, het gezag dat in terrorisme- en

spionagezaken vergunning moet geven voor telefoon-taps en andere elektronische bewaking en observatie. In haar eerste openbare vonnis, van 17 mei 2002, maar pas openbaar gemaakt op 22 augustus van dat jaar, noemt deze geheime rechtbank meer dan vijfenzeventig gevallen waarin zij door de FBI misleid was met ‘onjuiste verklaringen’ om het afluisteren van telefoons te rechtvaardigen. Om een vergunning tot het afluisteren van mogelijke terroristen aan te vragen is minder zwaarwegend bewijs nodig dan in andere gevallen. Om het zich makkelijker te maken had de FBI geprobeerd gevallen van normale criminaliteit binnen te halen over de lagere drempel voor terrorisme-gevallen. FBI-agenten bleken dus geheel bereid *een rechter* voor te liegen, om geen andere reden dan het eigen gemak.

Presidentieel Besluit 12631 stelt ook: ‘Binnen de grenzen van de wet en afhankelijk van de beschikbaarheid van de daarvoor benodigde fondsen.’² De werkgroep kan met andere woorden legaal beschikken over federale fondsen om rechtstreeks op beurzen te interveniëren en aandelen, obligaties en opties te kopen of verkopen. Volgens onbevestigde, en waarschijnlijk onmogelijk te verifiëren, persberichten heeft de werkgroep dat meer dan eens ook gedaan. De anti-crashers hebben inderdaad een vrij besteedbare pot van zo’n veertig miljard dollar om rechtstreeks in markten te interveniëren. De officiële naam van dat fonds is ‘The Exchange Stabilisation Fund’ [ESF - het beursstabiliseringsfonds]. Beweerd wordt dat het was ingezet toen de beurzen weer open gingen na de terroristen-acties van 11 september 2001. Maar geeft de werkgroep toe feitelijk aandelen of futures gekocht te hebben? Misschien. Een van de leden ervan, Federal Reserve-voorzitter Alan Greenspan, zei op 29 augustus 1997 in Leuven: ‘Wij hebben de verantwoordelijkheid grote marktverstoringen te voorkomen door de ontwikkeling en toepassing van zorgvuldige regelgeving en door, in de zeldzame gevallen dat daartoe noodzaak bestaat, direct in het marktfunctioneren in te grijpen.’

Hoe dikwijls grijpen de anti-crashers rechtstreeks in het ‘marktfunctioneren’ in? Geen buitenstaander weet het. Maar er is duidelijk reden om tenminste incidenteel ingrijpen te vermoeden. Zo werd bijvoorbeeld de heropening van de Amerikaanse effectenbeurzen na 11 september 2001 gevolgd door een massale opleving. Hoewel in eerste instantie de beurzen inzakten, begon er rond begin oktober een periode van opleving, die aanhield tot begin december. Reuter citeerde op 2 november spreads-handelaar Tom Hougaard, die over het mysterie van de opleving zei: ‘Vandaag verschijnen de nationale loontrendcijfers en dat zal vrijwel zeker zijn gevolgen voor de markt hebben. Het blijft een raadsel waarom de koersen blijven oplopen bij zulk ongunstig macro-economisch nieuws.’³

Al komt de werkgroep zelden ter sprake in de financiële pers, de *Washington Post* kwam in 1997 met een lang artikel erover. Toch hebben de meeste mensen, veel economen inbegrepen, er nooit van gehoord. In geen financieel naslagwerk voor de universiteit heb ik haar ooit vermeld gezien. De anticrashers zijn bijna zeker tussenbeide gekomen op 4 april 2000, toen de Nasdaq 100, de index voor de top-honderd hightech-ondernemingen op de Nasdaq eerst naar 3525,44 dook en daarna als een bungyjumper vanaf de bodem weer met 13% omhoogvloog, om te sluiten op 4034,17. Het nettoverlies van die dag kwam uiteindelijk op niet meer dan 1,4%. Wie het niet van nabij volgde zou gedacht hebben dat er niets gebeurd was, maar veel oplettende observatoren van het verloop van die dag moeten een hartstilstand nabij geweest zijn. Volgens de geruchten op de beurs kochten twee grote effectenhuizen, Goldman Sachs en Merrill Lynch dure futures-opties ('calls'). In reactie op dit massale aankopen van dure *calls* keerden marktpartijen op hun schreden terug en begonnen nu ook te kopen. Een dergelijk optreden was in 1989 voor het eerst ter sprake gebracht door Robert Heller van de Federal Reserve in een artikel in het *Wall Street Journal*: 'In plaats van de hele economie met kasgeld te overspoelen en het inflatiegevaar te vergroten, zou de Fed de beurs rechtstreeks kunnen steunen door aankopen in het middensegment van de termijnmarkt, en zo de markt als geheel te stabiliseren.'

Is er rechtstreeks bewijs dat de Presidentiële Werkgroep Financiële Markten van opties gebruik maakt? Dat is er inderdaad. Sinds 30 juli 2001 is Brian C. Roseboro onderminister voor het financieel verkeer. Volgens de biografische gegevens van het ministerie van Financiën fungeert hij 'als hoofdadviser van het ministerie van Financiën bij het ontwikkelen en *toepassen* van federaal beleid van schuldenmanagement en beleid betreffende de financiële markten... De heer Roseboro is verder *senior member van de Presidentiële Werkgroep voor de Financiële markten* (mijn cursivering, R.B.).' Roseboro was dus vervanger van de op 6 december 2002 onverwacht ontslagen minister van Financiën in de anti-crashploeg en heeft als taak elk beleid met betrekking tot de financiële markten, dus ook de aandelenmarkt, uit te voeren waartoe de minister en de andere anticrashers besluiten. Maar misschien is Brian C. Roseboro een hoogbegaafd theoretisch econoom met een vlekkeloze staat van dienst als diepzinnig denker. Zo ja, dan blijft dat onvermeld in zijn officiële biografie. Hij heeft een bachelors degree in de economie van de Universiteit van Rochester en is als bedrijfseconoom afgestudeerd aan de Universiteit van Columbia. Niet slecht, maar ook geen intellectuele hoogvlieger. En wat is zijn achtergrond? Hij heeft gewerkt als *optiehandelaar*. Volgens zijn biografie: 'De heer Roseboro was hoofd valuta-handel van de New York Federal Reserve

Bank, onderdirecteur valuta-opties van de First National Bank of Chicago, specialist deviezenhandel bij de New Yorkse vestiging van Swiss Bank Corp., en laatstelijk Onderdirecteur marktrisicobeheersing bij de American International Group.’

Hij weet dus veel over opties, vooral in de valutahandel. Maar opties zijn opties. Dat hij een achtergrond heeft in deviezenverkeer is een interessante bijzonderheid. Het geld waarmee hij op effectenbeurzen kan interveniëren komt uit een fonds dat oorspronkelijk bedoeld was voor interventie op valutamarkten. Het deviezenstabiliseringsfonds (ESF) staat rechtstreeks onder de minister van Financiën en onttrekt zich aan controle door het Congres. Het is in 1934 gesticht om de dollar op de valutamarkten te ondersteunen, maar het kan ingezet worden voor ieder doel dat de minister van Financiën verkiest. Halverwege 1995 zat er 42 miljard dollar in.⁴ Roseboro weet waar het geld is, hoe het te gebruiken voor opties en hij werkt voor de man die het gebruik ervan kan goedkeuren, de minister van Financiën.

Toen op 21 juni 2001 de Senaat zijn benoeming moest goedkeuren, meldde Roseboro zelf over zijn ervaring in het sturen van markten: ‘Mijn achttienjarige ervaring op kapitaalmarkten heeft me veel geleerd over de problemen die met de globalisering van het bankbedrijf en de kapitaalmarkten samenhangen, en hoe op dat gebied ook actief op te treden. Aan het begin van mijn loopbaan, bij de Federal Reserve Bank of New York, maakte ik kennis met macro-economisch beleid en essentiële kwesties voor de ontwikkeling van efficiënt functionerende markten. Later, werkend in de private sector voor vooraanstaande wereldomspannende bank- en verzekeringsinstellingen verfijnde ik mijn inzicht in het doen en laten van hen die risicodragend kapitaal wensen te verplaatsen en van hen die het wensen te beheren. Alles bijeen heb ik een unieke gelegenheid gehad vele kwesties op het gebied van financiële markten te doorgronden en actief aan te vatten, vanuit een perspectief van regelgever, verkoper, handelaar en riskmanager met een uitermate brede ervaring.’⁵

Zijn er indicaties voor ingrepen op andere dagen dan 4 april 2000? Vermoedens. Een typisch voorbeeld was 15 juli 2002, toen de markt eerst dramatisch inzakte, terwijl daarna zowel de Dow Jones Industrial Average (Dow) en de Nasdaq composite rond half drie ’s middags mysterieus weer omhoog schoten. Op die dag hield president George W. Bush ook een rede die bedoeld was de markten te kalmeren. Briefing.Com, waarvan het doorlopende beursnieuws staat op de financiële pagina van een van de meest bekeken internetsites, Briefing.Com YAHOO!, gaf een verslag van wat er gebeurde: ‘In een wilde sessie duikelde de Dow vanmiddag zo’n 440 punten, of 4%, omlaag om tegen sluiting weer omhoog te vliegen. De indrukwekkende ommekeer na een verlies van bijna 4,8% overtrof zelfs het

dagverschil van de dag in september jongstleden waarop de index een minimum bereikte ... De beurs reageerde ook weinig positief op de presidentiële speech van 's middags. Er was geen sociale aanleiding zichtbaar voor de ommekeer, maar de Dow kwam de bodemkoers van 21 september jongstleden te boven... Er was sprake van massale aankopen bij de S&P futures door koopjesjagers, maar toen het herstel vorm begon aan te nemen sprongen de marktpartijen op de rijdende trein van het momentum.’⁶

Merk op dat alle elementen aanwezig waren – een inklappende markt, onverklaarbaar herstel, massale aankoop van opties op futures, zelfs een rechtstreeks presidentieel belang bij de ommekeer. De anti-crashploeg laat voetsporen in de modder achter.

Houdt dat in dat de anti-crashploeg bij elke dramatische beursval sinds haar oprichting regelrecht te hulp is komen schieten? Waarschijnlijk wel, maar ze hoeft daarbij niet altijd opties te gebruiken. Op 27 oktober 1997 vertoonden de Amerikaanse effectenbeurzen een dramatische neergang. De Dow Jones zakte 7,18% om te sluiten op 7167, in procenten op tien na het grootste koersverlies sinds 1915. De Nasdaq sloot 7,02% lager, op 1535,09. De volgende dag gingen de koersen eerst omlaag, maar trokken daarna weer aan. De Dow sloot die dag uiteindelijk 4,71% hoger en de Nasdaq dook eerst 4,37% omlaag, gevolgd door een opleving van 4,43%, om te sluiten op 1603,02.

Op 27 oktober gaf minister van Financiën Robert Rubin een verklaring uit: ‘De hele dag door zijn we in contact geweest met functionarissen van de federal reserve, van de SEC en met andere leden van de Werkgroep Financiële Markten... Maatregelen om de handel op dagen als vandaag tijdelijk stil te leggen traden volgens plan in werking... Vandaag en de laatste paar dagen hebben we in contact gestaan met financiële functionarissen wereldwijd en we zullen de ontwikkelingen, zowel hier als buitenslands ononderbroken blijven volgen...’

Rubin vermeldt met zoveel woorden specifiek dat de anti-crashploeg zich ermee bemoeit, maar niet wat zij doet, behalve de markten tijdelijk stilzetten, nauwkeurig volgen en spreken met ‘financiële functionarissen’, wie dat ook geweest mogen zijn.

Er zijn echter aanwijzingen dat de anticrashploeg ofwel geen opties op futures gebruikte, of onvoldoende om een uitweg te creëren. De SEC kwam met een speciale analyse van de dagen 27 en 28 oktober. Daarin wordt gezegd: ‘Opmerkelijk genoeg werden de futures feitelijk het grootste deel van 28 oktober enigszins onder de theoretische waarde verhandeld, zelfs nog nadat de prijzen begonnen aan te trekken... Alles bijeen lijkt de beperkte rol die program trading en de prijs van futures speelden in de sterke opleving van de koersen op 28 oktober, gekoppeld met de tot dan ongekende omzetten van die dag, overeen te komen met de

wijdverbreide opvatting dat het weer opveren van de aandelenkoersen wees op massale aankopen door institutionele investeerders en handelaren.’⁷

Samen geven Rubins verklaring en het SEC-rapport aanleiding aan te nemen dat de door de anti-crashers gekozen strategie was de kopers te coördineren, een keuze die impliciet door presidentieel besluit 12631 wordt toegestaan.

Wat hebben het ministerie van Financiën en SEC-documenten te zeggen over de veel spectaculairdere crash van de Nasdaq op de ochtend van 4 april 2000, gevolgd door een even spectaculaire, kennelijk door futures teweeg gebrachte bungeejump-achtige heropleving in de namiddag? Niets. Noch de netsite van Financiën, noch die van de SEC hebben er iets over te melden, hoe gedenkwaardig die dag in veler beleving ook was. Financiën hoeft over het geld dat het uitgeeft, of verdient, aan het ESF zo weinig gedetailleerde informatie te publiceren dat niemand na kan gaan wat het gedaan heeft.

De anti-crashers lijken ook voortdurend de regels te veranderen om te proberen de markt overeind te houden. Op dit moment betekent dat, dat ze pogingen blijven doen om lucht te pompen in wat er nog over is van de Nasdaq-zeepbel. Na de terroristen-aanval van 11 september hief de federale regering bijvoorbeeld een regel op die tot dan het terugkopen van aandelen verboden had aan ondernemingen die een systeem van integrale overname gebruikt hadden. Cisco Systems was op een bepaald moment in termen van marktkapitaal de grootste onderneming ter wereld geworden, eenvoudig door eigen aandelen te drukken en daarmee andere ondernemingen te kopen. Zo konden de managers ondernemingen kopen die over grote, bijvoorbeeld per beursintroductie vergaarde eigen vermogens beschikten, en dat deden ze ook. De regel die de regering nu had afgeschaft had het ondernemingen als Cisco Systems onmogelijk gemaakt vervolgens de waarde van hun zo verwaterde aandelen op te pompen door ze op de open markt op te kopen en zo een golf van momentum-aankopen op gang te brengen. Na afschaffing ervan kondigde Cisco Systems prompt aan dat het de komende twee jaar wel 3 miljard dollar aan eigen aandelen zou gaan terugkopen. ‘We hebben een geweldig vertrouwen in de financiële instellingen van ons land, in onze industrie en in onze positie als marktleider, zowel nu als in de toekomst,’ stelde president-directeur John Chambers op 13 september 2001 in een perscommuniqué. In de mysterieuze beursopleving na 21 september 2001 vlogen de aandelen Cisco System van een dieptepunt van rond 11 dollar naar een hoogtepunt van meer dan 20 dollar.

De crashbescherming lijkt ook een sleutelrol te spelen bij het strategische vrijgeven van economische gegevens. De orakel-uitspraken van Alan Greenspan vormen daarvan één

uit vele voorbeelden. Klassiek was zijn rede van 11 januari 2002, waarin hij waarschuwde voor zwakten in de economie en stelde dat de aandelenkoersen hoger gestegen waren dan het mogelijke economische herstel kon rechtvaardigen. De beurs zakte daarop enigszins in. Dat had aanzienlijk meer moeten zijn: historisch gezien waren de aandelenkoersen veel te hoog, meer nog dan op het hoogtepunt van de Nasdaq-zeepbel. Op 22 januari 2002 waarschuwde Richard Bennet, topstrateeg voor de Amerikaanse markt van Merrill Lynch: ‘In de technologie-sector gaan de aandelen tegen de hoogste koers\winstverhouding die we kennen uit de geregistreerde gegevens.’ [Die verhouding bespreek ik in een later hoofdstuk.] Ondanks de evidente waarheid in Greenspans waarschuwing suggereerde de *Washington Post* dat zijn woorden verkeerd uitgelegd waren. Op 24 januari 2002 sprak Greenspan opnieuw, ditmaal voor de begrotingscommissie van de Amerikaanse Senaat. Zijn tekst was om tien uur vrijgegeven, vóór hij hem feitelijk uitsprak, wat haar ruimschoots de tijd gaf om de markt te beïnvloeden. Dat gebeurde ook. Zowel de Nasdaq als de Dow gingen omhoog. Briefing.com gaf als commentaar: ‘Anders dan op 11 januari, toen Greenspans voorgenomen opmerkingen over de economie de beleggers een schok bezorgden, wordt zijn commentaar van vandaag beschouwd als opbouwender wat de economische vooruitzichten aangaat... Een van de sleutelfactoren die aan die interpretatie bijdragen is het uitblijven van een eerder gebezigde verwijzing naar aanzienlijke risico’s waar de economie voor zou staan. Verder was er in de vragenronde na zijn verklaring de erkenning dat hij zijn rede van vandaag opzettelijk optimistischer wilde laten klinken dan die op 11 januari.’ Het is al eerder gezegd, presidentieel besluit 12631 noemt expliciet als een van de hoofddoelen ‘het vertrouwen van de belegger vasthouden’.

De anticrashploeg wordt verondersteld dat te doen, *of het nu gerechtvaardigd is of niet*. Ik overdrijf dus niet als ik dit een *spel rond het beleggersvertrouwen* noem. ‘Het vertrouwen van de investeerder vasthouden’ is de hoofddoelstelling van ieder met een langetermijnblik op de beurs. Dat betreft al degenen die de leiding hebben in handelshuizen, pensioenfondsen, beleggingsfondsen en zelfs op effectenbeurzen. Dus de meesten van hen die systematisch van het systeem profiteren zijn blij dat de anti-crashers er zijn. Maar is dat erg? In een systeem dat particuliere hebzucht en individueel genomen risico als deugd wil propageren is het slecht voor je als dat verliezen meebrengt – en je, zoals we zullen zien, misschien wel je pensioen, je levenslang gespaarde penningen kwijt raakt. Maar het zou goed voor je kunnen zijn als je de anti-crashers bijstaat in hun streven.

Zo wordt er door sommigen gedacht dat het streven van de anticrashers oneerlijk uitwerkt. De hele discussie speelt zich af tussen toegewijde aanhangers van vrije markten, maar is desondanks interessant. Iemand schreef: ‘we hebben geen vrije markt meer, maar een markt waar de insiders premies krijgen om meer verkeer gericht op beleggingen te doen, waarvoor de gewone burgers de rekening gepresenteerd krijgen in de vorm van hogere belastingen of hogere tarieven bij de banken... de stimulans om hard te werken maakt plaats voor een stimulans om lid van de club te worden en toegang te krijgen tot federaal gesubsidieerd, veel minder risicovol investeren.’

Maar anderen, bijvoorbeeld columnist John Crudele van de *New York Post*, kijken daar anders tegenaan: ‘Ja, neem me niet kwalijk dat het me kan schelen of de mensen honger lijden, hun huizen kwijtraken, hun kinderen van de universiteit moeten halen... Als de Fed de markt wil redden, laat haar dan. Dat is heel wat beter dan het alternatief.’

Barry Riley, columnist van de *Financial Times* kwam impliciet (hij had het niet over de anticrashers) met een derde standpunt, dat inderdaad vóór crashbestrijding pleit: ‘Door de pensioenfondsen te bevoordelen, neemt de overheid een deel van de verantwoordelijkheid over voor het toekomstige presteren ervan. De opbrengst van aandelen hangt af van de gezondheid van de bedrijven; de opbrengst van obligaties hangt af van de rentevoet. Openlijke garanties kunnen niet gegeven worden, al zijn de overheden zich bewust dat er een impliciete verantwoordelijkheid is: als de waarde van de particuliere besparingen inzakt, zullen de ouden van dagen ondersteund moeten worden door publieke fondsen.’

Op grond van twee heel goede redenen is, zoals we zullen zien, geen van deze drie standpunten relevant. Ten eerste slagen de anticrashers er uiteindelijk niet in de pensioenen van velen veilig te stellen. Tot nu toe zijn ze erin geslaagd een crash om te vormen tot een langdurige neerwaartse glijvlucht en de mensen binnen de markt te houden in afwachting van een ommekeer. Tegen dat die glijvlucht ten einde is, zullen ze weinig of niets over hebben.⁸

Maar tenminste een paar grote investeerders hebben weten uit te stappen tijdens die langdurige neergang, zoals altijd vergezeld door zogenaamde *bear market rallies* zoals die in de zomer van 2000, voorjaar 2001, eind 2001 en najaar 2002.⁹ Dat zijn kortstondige opelevingen in een globaal dalend beursklimaat. Als die zelf weer inzakken, is het nieuwe minimum lager dan het vorige. Ze doen zich voor als reëel of denkbeeldig nieuws een kleine *bump up* veroorzaakt. Dat ‘nieuws’ kan zo dun zijn als een wijdverspreid gerucht dat de markt ‘oversold’ is, d.w.z. goedkoop door een extra groot aanbod. *Hedge funds*, die op een baissemarkt gokken met geleende aandelen en de gedachte die later in te lossen door ze te

kopen tegen een lagere prijs, vrezen plotseling ze duurder te zullen moeten terugkopen. Dus gaan ze onmiddellijk over tot aankoop. Het verkopen van de geleende aandelen heet 'short selling' en het haastig terugkopen wordt 'coveren' genoemd, of 'buy to cover'. Dit haastige kopen brengt andere hedge funds ertoe hetzelfde te doen. Pensioen- en beleggingsfondsen zien de markt stijgen. Ze weten dat ze ieder kwartaal geëvolueerd worden, dus kunnen ze geen stijging missen. Daghandelaars zien het op hun computerschermen allemaal gebeuren, springen op de rijdende kar en jagen de markt nog hoger op. Tenslotte hebben alle short sellers hun posities gecoverd en stoppen dus met kopen. De fondsbeheerders willen niet aan de top van de beweging vast komen te zitten en die kopen dus ook niet meer. De economische gegevens die de opleving oorspronkelijk wellicht teweeg hebben gebracht zijn onvoldoende om haar blijvend gaande te houden en anticiperend op dalende koersen worden grote aantallen aandelen verkocht. Dat brengt de markt dan weer terug naar haar oorspronkelijke dalende trend.¹⁰

Vaklui gebruiken deze bear market rallies als uitstapgelegenheid. Amateurs merken ze in het geheel niet op, of denken dat die oplevingen hun de gouden bergen terug zullen brengen. Hoe ook, ze blijven zitten. Op de eerder genoemde 4 april 2000 bijvoorbeeld, sloot de Nasdaq 100 op een ruime 4034. Op 11 mei 2002 sloot zij op 1188, zo'n 70% lager. Zo zouden pensioenverzekerden, in een vals gevoel van zekerheid gesukkeld doordat er nooit van een diepe koersval op één dag sprake was geweest, 70% verloren hebben van wat ze als hun geld beschouwden. De crash in 1929 bedroeg zo'n 25% in twee dagen (-12,8% op 28 oktober en -11,7% op 29 oktober), en die in 1987 was ongeveer even groot in één dag (-22,6% op 19 oktober). Had zich in 2000 een even schokkend incident voorgedaan, dan hadden vele pensioenverzekerden dat wellicht opgemerkt en daarop onmiddellijk kunnen verkopen of bij één van de gewoonlijk op een beursval volgende korte oplevingen uitstappen. Door de beurs te manipuleren en zo deze mensen te misleiden, hebben de anticrashers hun feitelijk schade berokkend. De *Financial Times* benoemde de manier waarop de profiteurs de amateurs inzetten in andere termen: 'Kleine aandeelhouders worden gewaardeerd om hun mentaliteit van kopen en vasthouden, waarmee ze de markt wat stabiliteit geven.' BT (het vroegere British Telecom) bracht zijn laatste pakket aandelen op de markt in 1993, en 2,3 miljoen mensen gingen erop in. In januari 2002 waren er daar nog 1,8 miljoen van over.¹¹

De tweede reden waarom deze argumenten irrelevant zijn is misschien nog dwingender. De Amerikaanse effectenbeurzen zijn op dit moment zo gemanipuleerd dat het nuttiger is er in marktvreemde termen over te denken. Eén reden daarvoor vloeit voort uit de

manier waarop ze gestructureerd zijn. De andere gaat over wie verantwoordelijk is voor het grootscheepse kopen en verkopen.

De senaat van de market makers

Eerst maar de structuur. De beurs heeft een ingebouwd reguleringsmechanisme om de koersen te manipuleren en crashes te voorkomen. Dit mechanisme heeft, in combinatie met de crashbestrijders, zonder twijfel een onvervalste beurscrash-in-één-dag verhinderd. In feite is het meest opmerkelijke aan de grootste Amerikaanse beurzen dat ze gedurende de dramatische implosie van de internet-zeepbel *nooit* gecrasht zijn, dat wil zeggen dat ze nooit bij sluiting meer dan 10% op één dag gezakt waren. Feitelijk is geen van de wereldwijd belangrijkste beurzen, afgezien van die éne vierde april 2000, ooit in de buurt gekomen van een verlies van 10% op één dag. *‘Dit was een werkelijk beheerste uitverkoop,’* zei Barton Biggs, de voorzitter van het beleggingscomité van het handelshuis Morgan Stanley Dean Witter in januari 2001.¹² De beurzen crashten zelfs geen enkele dag in de week dat ze weer opengingen na 11 september 2001. Ze werden duidelijk beheerst omlaag geleid.

Hoe zit dit mechanisme in elkaar? Het is een structuur die veel wegheeft van het ‘Hogerhuis’ in een nationaal parlement – een senaat. Deze ‘senaat’ vergadert nooit voltallig. Maar net als de Amerikaanse senaat is hij bedoeld als rem op de potentieel hysterische, onbeheerste acties van het ‘Lagerhuis’, de potentiële miljoenen investeerders. (Zoals we verderop zullen zien, noem ik die niet zonder reden ‘potentieel’.) Dit hogerhuis wordt gevormd door market makers. Dat zijn effectenhandelaars die officieel bij de beurs als market makers geregistreerd staan en die verplicht zijn aandelen van een onderneming te kopen als niemand anders dat doet. Zo helpen ze de beursval van een aandeel te breken. Losse fondsen zakken soms natuurlijk in, maar de market makers helpen te voorkomen dat de prijsval van één fonds een epidemie ontketent die alle andere meesleept. Op de beurs van New York, waar de market makers specialisten genoemd worden, is er één voor ieder fonds. Maar op de Nasdaq, waar de meeste van de hightech, uitermate wisselvallige fondsen verhandeld worden, en waar 75% van de fondsen niet door fondsbeheerders worden beheerd (waarover later meer), kunnen er wel meer dan zestig market makers zijn voor ieder groot fonds! Gemiddeld heeft elk op de Nasdaq genoteerd bedrijf elf market makers. Dat vormt een ‘hogerhuis’ voor elke afzonderlijke grote onderneming.

De Amerikaanse Senaat neemt vaak het initiatief voor grote regeringsaankopen. Het Hogerhuis van market makers kan in theorie hetzelfde doen op de Nasdaq. De market makers kunnen oplevingen beginnen zonder dat oorspronkelijk ook maar één externe koper iets doet. Is dat wettig? Ja, volgens de vroegere SEC-voorzitter Arthur Levitt: ‘Market makers zijn tussenpersonen die prijzen aangeven waarvoor zij aandelen willen kopen en verkopen, voor eigen rekening en voor rekening van anderen.’¹³ Ze kunnen onder elkaar handelen, met én zonder de goedkeuring van de anticrashers, en daarmee de prijzen opdrijven. Over de specialisten op de New Yorkse Effectenbeurs zei Levitt: ‘Specialisten doen zaken voor eigen rekening en ze kopen en verkopen dan ook dikwijls aandelen voor eigen rekening. Anders dan andere veilingmeesters mag de specialist, terwijl hij de veiling leidt zelf op aandelen meebieden. Wie denkt dat de mogelijkheid die de specialist heeft om binnenkomende opdrachten te zien, hem een ingebakken voordeel geeft als hij voor zichzelf handelt, heeft gelijk. Het is als deelnemen aan een kaartspel waarin één van de spelers als enige de kaarten van alle anderen kan zien. Specialisten buiten dat voordeel ook uit: eind 2001 namen ze ongeveer 32% van alle verhandelde aandelen voor hun rekening.’¹⁴

Daghandelaren en fondsbeheerders kunnen die transacties dan opmerken op hun computerschermen en het momentum van de beursbeweging volgen. In de upswing kunnen de marketmakers dan verkopen. Onder effectenmakelaars noemt men dat ‘pompen en dumpen’.

Deze impliciet en expliciet samenspannerige acties worden met geen ander doel uitgevoerd dan om de koersen te manipuleren. De daders lijken er iedere dag opnieuw weer mee weg te komen. Maar voor outsiders zijn het onwettige praktijken. In de financiële pers verschijnen tal van artikelen waarin gewaarschuwd wordt voor de uiterst schadelijke praktijk van pompen en dumpen door buitenstaanders, gewoonlijk met gebruikmaking van het internet, en doorgaans verbonden met fondsen die gaan voor minder dan vijf dollar per aandeel, de zogenaamde ‘centen-aandelen’ of ‘penny stocks’.¹⁵

De activiteiten van deze senaten van market makers konden ruimschoots volstaan om de buitengewone zigzagbewegingen te verklaren die vaak de grafieken kenmerken van de honderd belangrijkste fondsen op de Nasdaq index. Ik ben lang de enige niet die deze dagelijkse zigzagbewegingen heeft opgemerkt. Fred Goodman, een terecht veelgelezen beursanalist van TrendMacro.com, schreef op 9 december 2002 in zijn dagelijkse column: ‘In mijn vijftwintigjarige praktijk is me opgevallen dat als de markt opent met een sterke opwaartse beweging er zich dikwijls een tegenbeweging voordoet in de tweede dertig

minuten, en een tweede rond het lunch-uur in New York – dat konden gelegenheden zijn om te kopen. Anderzijds, als de opening scherp neerwaarts is, is de beste gelegenheid om te kopen dikwijls vrijwel op de kop af om tien uur 's ochtends New Yorkse tijd. Dat zijn geen ijzeren regels, maar vaak nuttige indicaties om de handel optimaal te situeren.'

Deze uitermate voorspelbare zigzagbewegingen worden vrijwel zeker teweeggebracht door de hogerhuizen van marketmakers die, naar mijn inzicht, heel duidelijk de markt manipuleren. Niemand anders kon punctueel genoeg zijn om deze bewegingen, waarop men bijna de klok gelijk kan zetten, tot stand te brengen. Ze moeten trouwens wel kopen als de koersen dalen. Ze moeten zien dat ze hun geld terugverdienen, al was het maar om in zaken te blijven, en dat pompen en dumpen betekent niet meer dan een top wat verlengen. Met zestig market makers voor ieder groot Nasdaqfonds zouden er niet meer dan een handjevol nodig zijn – en niet iedere dag dezelfde – om de oplevingen te starten. De anderen zouden dan gewoon heel onschuldig op de rijdende kar van het momentum kunnen springen.

Er zijn echter nog andere kandidaten. De verderop te bespreken fondsmanagers zijn mogelijke verdachten. Al zijn ze soms van dezelfde firma's als de marketmakers, meestal is dat niet het geval. Honderden, soms duizenden fondsen (zie verderop) bijna als een uurwerk coördineren, dat lijkt bijna ondoenlijk, al lukt het hun waarschijnlijk toch van tijd tot tijd. De handelshuizen vormen een andere mogelijkheid, maar de belangrijkste daarvan zijn verbonden met market makers. Tenslotte is het natuurlijk mogelijk dat de markt het gewoon zelf doet, met haar mysterieuze genie. Degenen die dat geloven, geloven waarschijnlijk ook de veel gehoorde uitspraak: 'Het is onmogelijk de timing van de markt te voorzien.' Goodman, en anderen, lijken daar meestentijds wel degelijk in te slagen. Die stappen dan in kort na het begin van een grote opleving en stappen weer uit voor het begin van een grote neergang. En te oordelen naar Goodmans opmerkingen kunnen ze sommige van de dagelijkse bewegingen op het halve uur voorspellen!

De market makers kunnen inderdaad volledig zonder tussenkomst van de anti-crashers de markt opjagen, en volgens mij doen ze dat ook vaak. Dat is het belangrijkste argument om te denken dat de crashbestrijders niet heel vaak tussenbeiden komen. Waarom zouden ze moeite doen als de market makers het werk voor hen doen? Dat neemt niet weg dat John Crudele van de *Washington Post* de crashbestrijders verantwoordelijk houdt voor de verbazend vaak optredende beursoplevingen in de late namiddag: 'Washington zal zijn techniek van beursmanipulatie moeten perfectioneren. Hem een beetje verfijnen. Misschien eens om kwart over twee 's middags beginnen, in plaats van altijd en eeuwig om drie uur.'¹⁶

(Het zou allebei waar kunnen zijn. Sommige market makers zijn filialen of afdelingen van de 22 grote firma's op Wall Street waar de Federal Reserve dagelijks mee in contact staat omdat zij ze als enigen gebruikt om Amerikaanse staatsobligaties te verkopen en terug te kopen. De obligatiemarkt sluit om drie uur 's middags.)

Als die marketmakers zo machtig zijn, waarom blijven ze dan niet voortdurend de markt opjagen? Ze kunnen niet altijd dóór de wet van de zwaartekracht blijven negeren. De beurs móet op een bepaald moment inzakken als de koersen massaal te hoog geworden zijn. Maar de market makers kunnen wel helpen de val in slow motion te laten verlopen.

Zo heeft de effectenbeurs dus een interne markt die bedoeld is om hem te stabiliseren, maar waar deze officiële insiders stevig van profiteren. En de market makers hebben enorme hoeveelheden aandelen om mee te handelen. Levitt legt uit: 'Bij driekwart van de transacties is een market maker bij de Nasdaq de tegenpartij, dus als je honderd aandelen Microsoft koopt, komen die hoogstwaarschijnlijk bij een market maker vandaan. Zij helpen de opdrachtenstroom beheersbaar maken, omdat een koopopdracht voor 100.000 aandelen Advanced Micro Devices zelden op hetzelfde moment binnenkomt als een opdracht om 100.000 aandelen van die chipsfabrikant te verkopen.'¹⁷

Dit alles levert de mogelijkheid van veel gecoördineerder samenwerking van de market makers. Die verondersteld worden met elkaar te concurreren om de beste prijs te verkrijgen voor de kopende buitenstaander. En ongetwijfeld concurreren ze ook wel eens.

Vergeet niet dat, al bestaat er een presidentiële besluit dat de anticrashploeg heeft ingesteld en zij dus zonder twijfel zelf ook echt bestaat, expliciete of impliciete samenspanning tussen market makers nog steeds tot het rijk van het speculatieve denken behoort. Hoewel alleen al het bestaan van deze hogerhuizen van market makers een garantie lijkt voor het voorkomen van dergelijke samenspanning is er geen enkel bewijs dat ze zich daar werkelijk mee bezighouden of hebben gehouden in de lange, glijdende neergang van de Nasdaq. In latere hoofdstukken zal ik laten zien dat afdelingen van veel van dezelfde firma's die de belangrijkste market makers bezitten welbewust ondernemingen voortijdig op de markt hebben gebracht om de introductiepremie op te strijken, welbewust de koers ervan onmiddellijk na de introductie opgejaagd hebben, welbewust winstgevende beursintroducties toegewezen aan bevoorrechte zakenbanken, welbewust verkeerd advies gegeven aan kleine beleggers over de waarde van deze en andere aandelen, en bij sommige van deze ondernemingen welbewust buitenlandse verkoopkantoren opgezet om als handelswinst te vermommen wat in feite leningen waren aan een firma waarvan de naam synoniem geworden

is voor corruptie, Enron. Maar er is geen hard bewijs dat deze market makers welbewust hebben samengespannen, of dat nog doen, om de Nasdaq omlaag te manipuleren tijdens het leeglopen van de zeepbel. Er is zelfs geen hard bewijs voor het vrijwel dagelijks op tijd ingedubde verschijnsel van pompen en dumpen.

En hoe was het tijdens het groeien van de Nasdaq-zeepbel? Spanden ze toen samen? Zeker, daar is 900 miljoen dollar bewijs voor. Op 24 december 1997 schikten dertig handelshuizen aanklachten dat ze sinds 1994 hadden samengespannen om de koersen op te krikken. Daaronder waren Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter, Lehman Brothers, Salomon Smith Barney en Credit Suisse First Boston – allemaal firma's die verderop in dit boek ter sprake zullen komen. Allemaal ontkenden ze iets verkeerd gedaan te hebben en weigerden ze iets toe te geven. Ze stemden er alleen in toe te betalen, in het geval van Merrill Lynch 100 miljoen dollar.

Dus kwamen op eerste kerstdag 1997, een dag waarop veel, zo niet het merendeel van de kleine beleggers weinig aandacht hadden voor verhalen rond de aandelenmarkten, *The New York Times* en andere kranten met het verhaal over samenspanning van de marktmakers. Hoe joegen die samen de koersen op? Volgens de aanklacht vergrootten ze de marges, het verschil tussen wat een koper biedt en wat een verkoper vraagt. Stel bijvoorbeeld dat een verkoper een aandeel aanbiedt voor 10 dollar. Een koper zou daarop 10,05 dollar kunnen bieden. Dat zou dan in een verkoop resulteren, waarbij de verkoper zijn 10 dollar zou krijgen en de koper 10,05 dollar betaalde. De handelaar zou het verschil in zijn zak steken. Maar er zou ook sprake van verkoop zijn als de verkoper voorstelde te verkopen voor dezelfde 10 dollar en de koper 10,125 dollar betaalde. Nu gaat er 0,125 dollar naar de handelaar. Bij een heel groot aantal transacties zou dat flink oplopen. Volgens de aanklacht was die 0,125 dollar precies de marge die de market makers probeerden in stand te houden. Wat zou er gebeuren als een market maker de marge verkleinde om met de andere te concurreren? Robert A. Skirnick, de advocaat van de klager, zei daarvan: `Dan belden ze die ander en zeiden: “Stomme market maker, je verpest de markt.” Dat deden ze zowel aan de koperskant als aan de verkoperskant. Of je nu koper was of verkoper, je leed altijd schade.’¹⁸

Maar hoe weten we dat ze samenspannen? Het ging per telefoon, de gesprekken werden opgenomen en de SEC kreeg de banden in handen. Arthur Levitt legde uit: ‘Die firma's nemen gesprekken altijd op voor het geval van onenigheid tussen handelspartners... De handelaren wisten dat hun gesprekken werden opgenomen, maar het samenspannen was zo algemeen aanvaard geworden dat dat hen niet bang maakte.’¹⁹

En nu? Voeren ze nog steeds automatisch op band opgenomen telefoongesprekken over pompen en dumpen en de beurs beheerst laten zakken? Ik zou daar geen actueel geval van weten. Het is pure speculatie, maar misschien hebben ze hun lesje geleerd en spreken ze niet meer zo over de telefoon dat ze daar later last mee zouden kunnen krijgen. Of misschien heb ik ongelijk en is het niet zo dat ze de anticrashers helpen de markt soepel te laten zakken.

Als de marge vergroot wordt verhoogt dat natuurlijk de aandelenprijzen en draagt dat bij tot het oppompen van de zeepbel. Het zou de momentumverkoop bevorderen – de mensen zien de aandelenprijzen omhoog gaan, dus kopen ze. Dit is overigens een geval van samenspanning op een moment dat de anticrashers dat niet zouden willen aanmoedigen.

Pompen en dumpen gebeurt in een dalende markt en levert de market makers waarschijnlijk genoeg kasgeld op om toe te geven aan elke vraag van de anticrashers die hen mocht bereiken. Maar ook als dat niet het geval was is er altijd nog de mogelijkheid dat de ene market maker de rekeningen met een andere vereffent door ruil tegen aandelen van andere firma's, met gesloten beurzen kortom. Dit soort ruilen kan de ene keer gunstig uitvallen voor de ene market maker, en een volgende keer voor diens huidige ruilpartner, waarmee dan de eerdere schuld weer vereffend is. Handelaars in energie deden dat. Niet alleen Enron, maar ook Dynegy, Reliant en andere bedrijven; CMS Energy vergrootte haar omzet met 80%, en haar winst met 4,4 miljard in 2000 en 2001.²⁰ Zelfs de kampioen-energiehandelaar, Duke Energy, deed in 2001 aan het rondpompen van omzetten.²¹ Ook telecomfirma's deden het. WorldCom, dat het grootste faillissement in de Amerikaanse geschiedenis zou worden, was erin gespecialiseerd en gebruikte ze als een van de manieren waarmee ze haar inkomsten met meer dan 9 miljard dollar oppompte. De kabelfirma Adelphia betaalde Motorola en een andere fabriek van decodeerapparatuur 26 dollar per decoder extra om hun omzet op te krikken en de indruk te geven dat de zaken goed gingen.²² De twee fabrikanten betaalden dan de extra 26 dollar terug als marketing-premie. Als zo veel, van de onguurste tot de in naam meest respectabele firma's zich aan dergelijke ruilacties bezondigden met geen ander doel dan hun omzet groter te laten lijken dan hij was, waarom dan niet de market makers op de effectenbeurs zelf? Wie zou dat merken, bij miljarden transacties? En welke regelgever zou er zich over bekreunen, waar de crashbeveiligers zelf aandrongen op het opjagen van de beurs?

Speculeer ik hier alleen maar, of doen handelaren dit soort dingen werkelijk, aandelen zo ruilen dat dat de omzet erin aanzienlijk groter kan lijken en daarmee de koers beïnvloeden? Daar zijn wel aanwijzingen voor. Nadat WorldCom failliet gegaan was, deels omdat het erop betrappt was zijn omzetcijfers door bedrieglijke ruilhandel te hebben opgedreven, doken zijn

aandelen omlaag tot er nog maar centen van over waren. Op dat moment ging het een aanzienlijk deel van de dagelijkse omzet op de Nasdaq uitmaken. Veel mensen vroegen zich af wie al dat kopen en verkopen toch deed. Op 4 juli 2002 schreef een journalist van CBSMarketWatch.Com : ‘Een andere mogelijke verklaring ligt in de mogelijkheid van transacties tussen handelaren onderling. Rick Black, analist bij Blaylock & Partners, zegt dat sommige handelaars aandelen onder elkaar ruilen – dat ze in feite grote hoeveelheden goedkope aandelen ruilen voor kleinere aan waardevolle – in plaats van ze op de open markt te brengen. De geruilde aandelen worden nog steeds geteld als deel van de totale omzet van een aandeel. Black schat dat ongeveer éénderde van de omzet in aandelen WorldCom van woensdag zo van hand tot hand gegaan zijn.’

Alleen al het verschijnen van een grote omzet op een stijgende markt zou momentum-handel teweeg kunnen brengen, wat de koers nog weer verder zou doen stijgen.

Voor deze hogerhuizen van market makers blijkt het geen probleem geld te vinden om de markt gaande te houden. Ze krijgen het rechtstreeks van het ministerie van Financiën, of door pompen en dumpen, of ze doen het zonder geld, en ruilen gewoon onderling. Ze zouden alledrie kunnen doen.

Wie zijn die market makers eigenlijk? Nasdaqs eigen website legt uit: ‘Onder deze marktmakers zijn’s werelds grootste en meest kapitaalkrachtige handelshuizen. Vandaag de dag zijn er daarvan rond 550, die optreden als market makers voor op de Nasdaq genoteerde effecten. Naast grote firma’s met vestigingen over de hele wereld, zijn er ook regionale firma’s bij die elk markten maken voor 200 tot 400 fondsen; bankiershuizen, en verzekeraars, specialisten in geavanceerde technologie, lokale firma’s die markten maken in de aandelen van 4500 fondsen. De drie belangrijkste market makers in juli 2002 waren Morgan Stanley, Merrill Lynch en Citigroup’s Salomon Smith Barney. Andere belangrijke waren Goldman Sachs en Credit Suisse First Boston. Deze firma’s waren grote market makers geworden door minder bekende, maar destijds belangrijke market makers op te kopen, in de meeste gevallen net na het hoogtepunt van de Nasdaq-zeepbel. Het hoogtepunt van de Nasdaq viel in maart 2000, maar in de daarop volgende maand juni werd Herzog Heine Geduld voor 800 miljoen dollar overgenomen door June Merrill. In september 2000 kocht Goldman Sachs de op twee na grootste market maker Spear, Leeds & Kellogg, voor 6,4 miljard dollar. Goldman Sachs had in 1999 de Hull Group overgenomen.²³ Geen van de grote overnames waren dus gerealiseerd vóór de groei van de zeepbel tegen zijn eind begon te lopen, toen een aanzienlijk aantal economische commentatoren waarschuwden dat de markt spoedig zou gaan dalen, als

hij al niet radicaal zou inzakken. Wat ook het ware motief van de grote handelshuizen geweest kan zijn om de market makers over te nemen, zolang de zeepbel nog aan het groeien was was er geen noodzaak om de markt op te jagen. Lastig zou het worden om de markt zo omlaag te geleiden dat de posities van je eigen firma beschermd zouden blijven.

Het lagerhuis van de fondsmanagers

Nu wat betreft het handelen zelf, de eigenlijke markt, de potentiële miljoenen individuele kopers en verkopers. Die zijn natuurlijk belangrijk, maar het zijn grotendeels verspreide, ongecoördineerde individuen. Meestal volgen de miljoenen kleine investeerders eenvoudig de georganiseerde kopers, maar niet, zoals we zullen zien, de georganiseerde verkopers. De hele hype van beursprogramma's op de televisie die in tal van boeken en artikelen besproken is, doet waarschijnlijk weinig meer dan de kleine investeerders bij het spel houden of hen aanzetten te kopen wat de georganiseerde kopers al kopen. Dus al mogen de kleine investeerders niet vergeten worden, omdat ze in potentie, ondanks alle inspanningen van de anticrashers en hun kompanen onder 'de grote marktpartijen' de markt kunnen laten instorten, meestal spelen ze een ondergeschikte rol.

De Amerikaanse effectenbeurs wordt beheerst door een groot aantal pensioenfondsen, beleggingsfondsen en hedge funds. Die staan bekend als institutionele investeerders. Er zijn er letterlijk duizenden van. Volgens oud SEC-voorzitter Arthur Levitt waren er eind 2001 8.200 beleggingsfondsen, tegen niet meer dan 500 in 1980.²⁴ Daarbovenop waren er wel zesduizend hedge funds en duizenden pensioenfondsen. Elk daarvan wordt geleid door een fondsbeheerder (soms als hoofd van een klein comité), die beslist over kopen of verkopen. Deze fondsen kunnen collectief makkelijk voldoende aandelen onder zich hebben om de markt in beweging te brengen. 56 % van de aandelen General Motors en 25% van de aandelen van internetfirma's zijn bijvoorbeeld in handen van institutionele beleggers. Alles bij elkaar is, volgens Arthur Levitt, '20% van alle vrij verhandelde aandelen in de handen van fondsen.'²⁵ De rest van de aandelen is eigendom van individuen, dikwijls in belastingvrije privé-accounts, waar ze aandelen kopen en verkopen, of van de beleggingsfondsen zelf, die ook geneigd zijn op langere termijn vast te houden.²⁶ Volgens Arthur Levitt blijft de gemiddelde belegger vier jaar lang in een beleggingsfonds zitten.²⁷ Die is dus weinig geneigd de markt in beweging te brengen.

Zoals opgemerkt zijn duizenden van deze fondsen pensioenfondsen. Het is zeer van belang te begrijpen dat er daar twee soorten van zijn. In het traditionele loongerelateerde

pensioen garandeert de werkgever of de bond een vaste uitkering na het pensioen (dikwijls 70-80% van het gemiddelde basisinkomen in de vijf hoogstbetaalde jaren). Waar haalt de werkgever of de bond dat geld vandaan? Uit een fonds met gewoonlijk op de beurs belegde gelden, waarbij het risico bij de werkgever of de bond ligt. In een beschikbare-premiepensioen storten de werkgever en vaak ook de werknemer geld in een fonds met uitgestelde belastingafdracht op naam van het specifieke individu. Dit fonds wordt dan belegd, opnieuw meestal op de beurs. Wat er in het fonds zit op het moment van pensionering vormt de basis voor het pensioen; de werknemer draagt het risico. Als ze de keus hadden zouden veel, misschien de meeste mensen kiezen voor een loongerelateerd pensioen – dan hoeven ze zich zolang ze werken geen zorgen te maken en krijgen ze uiteindelijk een gegarandeerd pensioen van bekende hoogte. Maar ze kunnen maar zelden kiezen. Volgens de Amerikaanse algemene rekenkamer zowel als individuele pensioendeskundigen groeit het gebruik van beschikbare-premiepensioenen terwijl de loongerelateerde pensioenen in aantal afnemen. Bij dat alles komt uiteindelijk het geld van beide fondscategorieën terecht op de aandelenmarkt en wordt het beheerd door een zogenaamde ‘professional’.

Er zijn beleggingsfondsen binnen de bedrijfspensioenen op beschikbare-premiebasis die naar een artikel uit de belastingwetgeving 401/k-fondsen genoemd worden. Soms kan de werknemer kiezen uit een beperkt menu aan beleggingsfondsen dat binnen het pensioen beschikbaar is, en kan hij tussen dit beperkte aantal fondsen zelfs naar believen geld heen en weer schuiven. In andere gevallen beheert de werkgever als enige de investeringen.²⁸ Bij beide mogelijkheden houdt dit een geweldige overlapping in tussen beleggings- en pensioenfondsen.

Volgens de Amerikaanse algemene rekenkamer (GAO) vormden in 1997, het laatste jaar waarover omvattende gegevens beschikbaar waren (en lang voor het hoogtepunt van de zeepbel in 2000), 401/k-pensioenen 40% van alle door werkgevers gesponsorde beschikbare-premie- en 37% van alle particuliere pensioenen. In datzelfde jaar 1997 golden voor 55 miljoen werknemers beschikbare-premiepensioenen, terwijl er voor slechts 40 miljoen loongerelateerde pensioenen golden.²⁹ De 401/k-pensioenen omvatten 1,3 biljoen (d.w.z. 13×10^{11}) dollar en dekten 33,8 miljoen werknemers.³⁰ Volgens officieuze, maar recentere gegevens (uit 2002) van de handelsvereniging voor de Amerikaanse beleggingsfondsen, het Investment Company Institute, steekt tweederde van al het geld in de aandelenmarkt in rekeningen met uitgestelde belastingafdracht van allerlei soorten.³¹

Voor de potentiële gepensioneerde is het geld in beleggingsfondsen en 401/k-pensioenfondsen vooral aan zijn zeggenschap onttrokken. Hij kan maar zelden kiezen waarin

het belegd wordt (anders dan in aandelen van zijn eigen werkgever, zoals het geval was bij de Enron-pensioenen) en heeft alleen de beperkte keuze – en dan nog niet eens altijd – om het geld volledig buiten de beurs te investeren. Hij of zij is in het algemeen weinig genegen daarvoor te kiezen vanwege onwetendheid, angst voor hun eigen oordeelkundigheid, angst voor sociale druk of vergelding als zij de aandelen van hun eigen werkgever verkopen. Zo is het geld uit de beschikbare-premie- en de beleggingsfondsen voor de haaien van de Nasdaq en de NewYorkse beurs wat het geld van de belastingbetaler is voor de Pentagon-leveranciers. Dat de belastingontvanger die het geld voor de Pentagon-leveranciers inzamelt een badge, en eventueel ook nog een pistool draagt, maakt voor de meeste mensen niet werkelijk uit.

Volgen de beheerders van die fondsen de aanwijzingen van de anticrashers? Ik heb daaromtrent geen documentatie gevonden, al zou het duidelijk gewettigd worden door presidentieel besluit 12631. Maar er zijn aanwijzingen. Adam Barsky, hoofd budgetzaken van New York, en voorzitter van het pensioenfonds voor gemeente-ambtenaren, zei kort na 11 september 2001 dat hij samenwerkte met federale Amerikaanse diensten. Zonder specifiek de anticrashers te noemen.³²

Er zijn voldoende overlappingen bij deze schijnbaar individuele fondsbeheerders om serieuze vragen op te roepen omtrent de aard van de markt. Volgens mij zou die op grond van de openlijke en de verborgen samenspanning tussen de partijen heel goed ruwweg getypeerd kunnen worden als een gigantisch parlementair lagerhuis. Voor die samenspanning zijn er verscheidene redenen.

Ten eerste zijn veel van de verschillende waarborgfondsen onderdeel van grotere organisaties, die paraplufondsen genoemd worden. Bush Burns Securities noemt er daar op zijn website zo'n honderd van.³³ Veel van de verschillende fondsen in zo'n paraplu hebben dikwijls vrijwel dezelfde effecten in hun portefeuilles, maar in enigszins verschillende verhoudingen. Het is moeilijk voor te stellen dat dit op puur toeval berust. Je ziet het onmiddellijk als je op de internetsite klikt van een groot pensioenfonds dat zijn investeerders verscheidene opties biedt, bijvoorbeeld het pensioenfonds voor het merendeel van de Amerikaanse universitaire docenten. Klik op TIAA-CREF.ORG en kijk naar de verschillende aandelenfondsen, klik vooral op de lijst van belangrijkste investeringen van elk van de fondsen. Dikwijls bevatten die ongeveer dezelfde aandelen, maar in verschillende percentages. Een duidelijke aanwijzing van óf gelijkgestemdheid óf coördinatie van fondsbeheerders. Tot halverwege 2002 hoefden fondsen niert meer dan 65% van hun investeringen te hebben in de soort aandelen waar het fonds naar heette. 'Groei'-fondsen hoefden dus niet meer dan 65% aan groei-aandelen te bevatten. Gedurende de groei van de

zeepbel op de Nasdaq en de NewYorkse beurs en een flink deel van de erop volgende neergang waren de namen van de beleggingsfondsen dikwijls zwaar misleidend. Begin juli 2002 wijzigde de SEC het percentage van de aandelen dat met de naam van het fonds moet overeenkomen tot 80. De andere 20% kan dus gestoken zijn in wat de fondsbeheerder, of zijn baas, maar wil.³⁴

De lange baissemarkt die in 2000 begon heeft door fusies en consolidaties van fondsen het aantal onafhankelijke partijen verkleind. In 2001 kocht Eaton Vance bijvoorbeeld Fox Asset Management en Atlanta Capital Management. Geoff Bobroff, fondsensaneringsconsultant, zei in november 2002: ‘Ja, er zal in deze bedrijfstak geconsolideerd worden, en er zullen binnenkort wel meer mensen op de markt verschijnen [om fondsen op te kopen].’³⁵

Als fondsen consolideren binnen een paraplufonds blijkt de beheerder van het mislukte fonds soms uiteindelijk de leiding gekregen te hebben over het geconsolideerde grotere, en is zijn gebrek aan succes verdwenen in zijn kennelijk succes in het nieuwe fonds, maar tegelijkertijd is ook het aantal onafhankelijke stemmen kleiner geworden - en de kans op mislukking en middelmatigheid vergroot. Gewezen SEC-voorzitter Arthur Levitt noemt dat ‘prutaandelen verstoppen’.³⁶

Wat is een prutaandeel? In een opgaande markt is dat moeilijk te zeggen, op basis van wat voor een ‘winnend fonds’ doorgaat. Op 8 december 2002 presenteerde Yahoo als het beste zakenverhaal een verslag van Reuters dat begon met: ‘Beheerder Bill Miller van Legg Mason Value Trust (Nasdaq: LMVTX) is bezig een van WallStreets langstlopende winstseries voort te zetten.’ Aannemend dat de trend de hele rest van het jaar 2002 doorzette, zou hij twaalf jaar lang beter gepresteerd hebben dan de Standard & Poor’s 500 index. Dat klinkt goed, tot je verder leest. De laatste drie jaar van de baissemarkt had zijn fonds geld *verloren*; alleen minder dan de S&P500 index. Op 5 december 2002 was die bijna 20% gezakt, maar de Legg Mason Value Trust had niet meer dan 15,8% verloren.³⁷ In dezelfde periode in 2002 was bijna ieder voor inflatie geïndexeerd schatkist obligatie-fonds ruim boven de 11% gestegen.

Mijn tweede reden om te denken aan omvangrijke, openlijke of verborgen samenspanning is dat er, zoals gezegd, overlapping is tussen het management van pensioen- en beleggingsfondsen. Doordat handelshuizen, of hun moederfirma’s eigenaar kunnen zijn van de firma’s via welke de fondsen het kopen en verkopen laten lopen, en de bedrijfspensioenfondsen kunnen beheren die kopen en verkopen, en zelfs de beleggingsfondsen binnen de pensioenfondsen kunnen beheren, is er theoretisch een reële mogelijkheid van informele coördinatie van het kopen en verkopen, dat gunstig kan zijn voor

de handelshuizen, maar ongunstig voor de aangeslotenen van de pensioen- of beleggingsfondsen.³⁸

Feitelijk is dat meer dan zomaar een mogelijkheid. Op 1 juli 2002, op het hoogtepunt van de schandalen rond Enron, WorldCom en Global Crossing gaven de ministers van Financiën en van Justitie van de staat New York, de minister van Justitie van de staat Californië en de minister van Financiën van de staat North Carolina een gezamenlijke verklaring uit met betrekking tot deze overlapping. Bovendien kondigden ze hervormingen aan waarvan ze beweerden dat die zouden helpen de belangenvervlechtingen tegen te gaan. De verklaring luidde:

‘Vermogensbeheershuizen die zich met beleggingen voor openbare pensioenfondsen belasten, doen dat tegelijk ook voor 401/k-bedrijfspensioenfondsen. Dat houdt gevaar van belangenvervlechting in, aangezien de financiële managers zich gedrongen kunnen voelen aandelen van hun cliënten uit de 401/k-branchen op te nemen in de portefeuilles van de pensioenfondsen, ook wanneer dat niet in het belang van het fonds in kwestie is. Zo kunnen ook beleggingsanalisten aarzelen objectief advies te geven, in de wetenschap dat negatieve adviezen hun firma zakelijke cliënten kan doen verliezen. Andere mogelijke belangenverstrengelingen bestaan in verband met vermogensbeheershuizen die dochterondernemingen zijn van zakenbanken.’³⁹

Een fondsbeheerder die de aandelen van een onderneming dumpst zou er een zware dobber aan hebben het bedrijfspensioenfonds van die onderneming als klant te verwerven of behouden. Bob Monks, een voorvechter van aandeelhoudersbelangen, wijst erop dat er bij de pensioenfondsen dezelfde belangenverstrengelingen voorkomen als bij de accountancy.⁴⁰ En, kunnen we daaraan toevoegen, als bij Congresleden...

De gezamenlijke verklaring was het gevolg van grote verliezen. Alleen het Californische pensioenfonds had al 565 miljoen dollar op WorldCom verloren en dat van New York 300 miljoen.⁴¹ Dat waren loongerelateerde fondsen, dus zaten de staten in de knel.

Ook een aantal loongerelateerde-bedrijfspensioenfondsen had grote bedragen verloren door ongunstig uitgevallen beleggingen, wat de ondernemingen verplicht had ofwel aandelen te verkopen ter versterking van de fondsen, of hun magere winsten naar hun pensioenfonds over te hevelen. Eind 2002 gold dat voor grote Amerikaanse industriële ondernemingen als Boeing, DuPont, IBM, Exxon Mobil en AMR, het moederbedrijf van American Airlines. General Motors en Ford waren door deze pensioen-verplichtingen zo getroffen dat hun kredietfaciliteiten verlaagd waren.⁴² Ook een aantal loongerelateerde vakbondspensioenfondsen hadden door de lange koersdaling grote sommen verloren. De 200

grootste vakbonds-pensioenfondsen hadden bij elkaar in het op 30 september 2001 aflopende boekjaar 11,8 miljard dollar verloren op hun portefeuilles.⁴³ Met het doorgaan van de baisse in 2002 was dat uiteraard nog erger geworden. Gemiddeld verloren gemengd samengestelde beleggingsfondsen 22,4% in 2002.⁴⁴

Bij beschikbare-premiepensioenfondsen bestaat er geen door de overheid voorgeschreven beperking op het percentage aandelen van de werkgevende onderneming dat het fonds mag omvatten.⁴⁵ Bij loongerelateerde fondsen daarentegen is de limiet 10%. Bij Enron was ongeveer 58% van de investeringen van het pensioenfonds in aandelen Enron, die in 2001 bijna 99% van hun waarde verloren.⁴⁶ Op tien kritieke beursdagen tussen 29 oktober en 12 november 2001 verhinderden topmanagers het pensioenfondspersoneel bedrijfsaandelen van de hand te doen, terwijl zij dat zelf wel deden. In die periode daalde het aandeel Enron 27%, van 13,81 tot 9,98 dollar.⁴⁷

Hadden de beheerders van het Enron-pensioenfonds kort voor de tien dagen durende bevrozing ook andere beleggingsfondsen onder zich? Ja. De fondsbeheerder was Northern Trust Corporation.⁴⁸ Klik op hun website, northernfunds.com, en constateer zelf dat deze firma een aantal beursgenoteerde beleggingsfondsen beschikbaar heeft, waaronder twee 'groeifondsen' en een degelijk, kapitaalkrchtig 'value'-fonds. Zijn er aanwijzingen dat deze fondsen ondeugdelijk zijn beheerd? Helemaal niet. Fondsbeoordelaar Morningstar kent een aantal van die fondsen zijn hoogste waarderingen toe, waarmee ze belanden in de hoogste 10% van alle fondsen.

Enrons 401/k-pensioenfonds spande geenszins de kroon bij het zich volstoppen met aandelen van het eigen bedrijf. Proctor & Gamble heeft bijna 95% eigen aandelen in zijn 401/k-fonds, Abbot Laboratories 90%, Pfizer 85,5%, Coca Cola 81%, General Electric 77% en Texas Instruments 75%.⁴⁹

De meeste van de grote zakenbanken, handelshuizen, market-makerkantoren die in dit boek ter sprake komen beheren pensioen- en beleggingsfondsen. De op 1 juli 2002 aangekondigde hervormingen eisen in essentie dat sommige van deze belangenverstrengelingen gemeld worden en dat aan banken geaffilieerde vermogensbeheerskantoren en zakenbanken waarborgen dienen aan te brengen ten einde zeker te stellen dat de cliëntenrelatie van geaffilieerde ondernemingen niet de investeringsbeslissingen van het vermogensbeheerskantoor beïnvloeden. De zogenaamde waarborgen dienen jaarlijks aan een staatsinstantie gemeld te worden. De 'hervormingen' laten nog steeds de vos de baas van het kippenhok, maar hij moet nu jaarlijks een verklaring afgeven waarin hij stelt vegetariër te zijn.

Mijn derde reden om te denken dat er sprake is van massale openlijke of verborgen samenspanning onder fondsbeheerders ligt in hun *kickback* premieregeling met de effectenhandelaren. Als een fondsbeheerder een aandeel voor zijn fonds koopt of verkoopt, doet hij dat via een handelaar, en betaalt die een commissie zoals uzelf ook zou doen voor uw eigen rekening. Fondsen gebruiken dikwijls dure handelshuizen, zoals Goldman Sachs, waar transacties zo'n zes dollarcent per aandeel kosten, in plaats van goedkope zoals Island, of Archipelago, waar dezelfde transactie 2 dollarcent per aandeel kost. Waarom? De fondsen ontvangen een premie. Volgens gewezen SEC-voorzitter Arthur Levitt krijgt het fonds voor elke voor deze dure transacties aan commissie betaalde 1,60 dollar een premie van 1,00 dollar teruggestort.⁵⁰ Levitt merkt op: 'In 1998 ontdekte de SEC dat sommige financiële managers zachte dollars [het geld van die premies] gebruikten om salarissen, kantoorhuur en zelfs vakanties te betalen. En terwijl die zachtgeld-arrangementen aan de beleggers ter kennis horen te worden gebracht, gebeurt dat in veel gevallen niet.

Levitt merkt op dat 'fondsen bij duurdere huizen als Goldman Sachs blijven ... om toegang te krijgen tot zachte dollars.'⁵¹

Vanwege dit kickback-arrangement kan de fondsmanager ook reden hebben om de aandelen in het fonds rond te pompen – d.w.z. kopen en verkopen met als enig doel premiegeld te genereren. En dat geeft de handelaar allerlei vriendschappelijke praatjes aan de hand waarin dat rondpompen wel niet letterlijk genoemd zal worden. Handelaars hangen altijd met hun cliënten aan de telefoon met suggesties voor de aankoop van aandelen.

De handelaars kunnen ook de aankopen van de fondsen coördineren. De grote handelshuizen hebben hele legers handelaars die iedere dag met hun cliënten telefoneren. Deze legioenen handelaars zijn hun belangrijkste troeven, vooral zoals ze worden aangevoerd door hun officierencorps van zakenbankiers.

Maar Levitt en anderen wijzen erop dat er andere redenen zijn om in een portefeuille te kopen en verkopen. Een deel van de circulatie zal niet terug te voeren zijn op de wens kickbackgeld te genereren, maar meer op een – gewoonlijk falende – poging om de markt voor afzonderlijke aandelen gunstig te beïnvloeden. Een deel ervan heeft ook te maken met de 5%-regel van de Investment Company Act. Fondsen die zich 'gediversifieerd' noemen, mogen tot 25% geïnvesteerd hebben in één enkel aandeel. In de andere 75% mag er geen enkel aandeel meer dan 5% uitmaken van het totaal. Als een bepaald aandeel van 5% plotseling stijgt of als dat van 25% omhoog schiet, moeten ze in voldoende hoeveelheden verkocht worden om ze tot de limiet terug te brengen.⁵² Plotselinge successen moeten dus tenminste gedeeltelijk gedumpt worden. Om welke reden dan ook – corrupt rondpompen, gewoonlijk

falende goede bedoelingen, of eenvoudig gehoorzamen aan de wettelijke regels – kende het gemiddelde fonds een omloopsnelheid van 122% in het jaar 2000.⁵³ Dat betekent niet dat ieder aandelenfonds in de portfolio noodzakelijk ieder jaar compleet omloopt. In het eerder genoemde Legg Mason Value Trustfonds zijn bijvoorbeeld twee aandelenfondsen sinds de jaren 1980 constant aangehouden.⁵⁴

Veel fondsbeheerders moeten wel denken dat degenen die in hun fondsen investeren domoren zijn, aangezien ze die zover willen krijgen dat ze het fonds ‘kopen en vasthouden’ en hun dat voortdurend aanraden, met de bewering dat het onmogelijk is bewegingsmomenten op de beurs te voorspellen. Maar in de regel zijn zij zelf helemaal niet van ‘kopen en vasthouden’ en proberen ze voortdurend de beursbewegingen te *timen*. Zelfs de eerlijken en slimmen onder hen slagen daar gewoonlijk niet in omdat ze volgens de regels van hun fondsen gewoonlijk niet, met ruim kasgeld achter de hand, de tijd hebben om op het geschikte moment in en uit te stappen. In een op ruime schaal in de financiële pers aangehaald geval uit juni 2002 verliet een succesvolle fondsbeheerder een groot paraplufonds. Zijn fonds was in een half jaar 2,8% gestegen, tegenover een verlies van 18% op de S&P 500 in dezelfde periode. De voorgaande vijf jaar was zijn fonds jaarlijks 9,7% gestegen, terwijl de S&P 500 het bij een stijging van slechts 3,6% gelaten had. Zijn geheim was dat hij een hoog percentage kasgeld aanhield om bij gunstige gelegenheden toe te slaan en te kopen. Toen hij ontslag nam had hij een kasvoorraad van 32%, terwijl dat bij een gemiddeld beleggingsfonds op 4,7% stond. Zijn bazen droegen hem op zijn kaspositie terug te brengen tot onder de 20%.⁵⁵ Dat weigerde hij. Een woordvoester voor de paraplu gaf toe dat haar firma hem had laten weten dat zijn cashpositie te hoog was. Zij benadrukte ook dat het paraplufonds de verantwoordelijkheid had de fondsen te beheren overeenkomstig wat zij beweerde de belangen van de beleggers te zijn, én in een prospectus omschreven doelstellingen.⁵⁶

Mijn vierde reden om te geloven dat er van massale openlijke en verholen samenspanning tussen fondsbeheerders sprake is, is dat die – in termen van beroepszekerheid en betaling – niet beoordeeld worden naar hun prestaties in absolute termen, maar vergeleken met die van de anderen.⁵⁷ Dus bewegen ze zich bijna altijd kuddegewijs. Dat de fondsbeheerders zich als een kudde gedragen is opgemerkt door vrijwel iedere commentator op de beurs. Op het hoogtepunt van de Nasdaq-zeepbel probeerden twee vooraanstaande beheerders van geavanceerd-technologische aandelen zich onafhankelijk op te stellen en te verkopen. Dat zou het geld van hun investeerders gered hebben. Maar de beheerders werden ontslagen vanwege hun onafhankelijkheid, en zonder deze eigenzinnige of visionaire beheerders beleefden deze fondsen – net als bijna alle andere – een dramatische koersval. De

fondsbeheerders die niet verkochten, maar hun banen wel behielden, hadden uiteindelijk eind 2001 afhankelijk van het fonds tussen 25% en 75% van het spaargeld van hun cliënten verspeeld. (En eind 2002 nog meer.)

De meeste fondsbeheerders zagen duidelijk dat het loonde om binnen de kudde te blijven. Hoeveel dat dan loonde? Volgens Levitt verdiende de gemiddelde beheerder van een Amerikaans binnenlands beleggingsfonds gemiddeld 436.500 dollar per jaar – niet slecht voor gewoon in de kudde meebewegen.⁵⁸ De fondsbeheerders hebben dus andere belangen dan de onschuldigen die deze ‘professionals’ hun geld ter belegging toevertrouwen. In feite geldt voor de fondsbeheerders een duidelijke belangenvervlechting.

Feitelijk hebben de fondsbeheerders als gevolg van deze combinatie van consolidering en actieve coördinatie, een informeel systeem van meerderheidsbeslissingen tot stand gebracht dat gewoonlijk bevooroordeelde meerderheden oplevert. Als een bevooroordeelde meerderheid besluit aandelen van een bepaald fonds te kopen stijgt de koers ervan. Besluit zij een bepaald aandeel te verkopen, dan wordt het goedkoper.

Als er genoeg grote institutionele beleggers zijn die de anderen de weg wijzen – en dat hoeven er waarschijnlijk niet heel veel te zijn – dan kunnen de hierboven besproken vormen van vals spel meewerken bij het op gang brengen van momentum-handel, wat in een werkelijk vrije markt met onbeperkte aantallen kopers en verkopers onmogelijk zou zijn.

Bovendien geven de fondsbeheerders, net als het Amerikaanse Huis van Volksvertegenwoordigers, dat gewoonlijk met een bevooroordeelde meerderheid wapenaankopen of de begroting van het Pentagonbudget goedkeurt, altijd het geld van anderen uit. Van welke anderen? Zoals we hebben gezien gaat het om de penningen van miljoenen kleine spaarders, via hun pensioen- of hun beleggingsfondsen.

Luister naar het commentaar van Roger Ferguson, ondervoorzitter van de Amerikaanse Centrale Banken, op 31 augustus 2001: ‘Huishoudens hebben meer en meer van hun effectenportefeuilles in handen gegeven aan professionele beheerders, die gewoonlijk betrekkelijk goed geïnformeerde beleggers zijn.’⁵⁹ Veel daarvan waren dat ook zeker, maar misschien niet met de informatie die hun cliënten bij hen verwachtten.

Daghandelaars, die op hun computerschermen de door de fondsbeheerders teweeg gebrachte marktbevingen volgen, geven wel hun eigen geld uit. Maar in een poging geld te verdienen, doen ze niets dan de kudde volgen, en versterken daarmee de trend die door de fondsbeheerders gezet is.

De Europese beurzen, in Engeland, Duitsland en zelfs in Frankrijk, volgen slaafs het spoor dat door Wall Street is uitgezet, zoals ieder kan getuigen die de plotselinge namiddagse

verschuiving op die beurzen na opening van Wall Street heeft waargenomen. ‘Wij laten ons leiden vanuit de Verenigde Staten,’ zei de specialist voor Engelse waardepapieren bij de Deutsche Bank op 22 januari 2002.⁶⁰

Zo komen de vermeend onafhankelijke handelingen van miljoenen beleggers overal ter wereld in werkelijkheid neer op de op het oog in hoge mate gecoördineerde acties van Amerikaanse fondsbeheerders, die optreden in overweldigend grote meerderheden. Net als de Congresleden is iedere fondsbeheerder verantwoording schuldig aan een bepaalde ‘constituency’. De gekozen functionarissen kunnen worden aangenomen en ontslagen door hun kiezers, en de fondsbeheerders door de directies van de fondsen die ze onder zich hebben.

Fondsbeheerders worden echter, evenmin als Congresleden, bij het minste of geringste afgedankt. Een illustratie daarvan is de gang van zaken bij een van de grootste beleggingsfondsen in de Verenigde Staten, Fidelity Investments. Dat heeft een breed spectrum aan specifieke fondsen waar de beleggers hun geld in kunnen steken. Een daarvan heet Aggressive Growth (agressieve groei). Dat had dezelfde fondsbeheerder van juni 2000 tot begin november 2002. Toen hij de leiding op zich nam, had het fonds meer dan 21,9 miljard dollar aan activa. Toen hij eindelijk verwijderd werd waren die tot 3,9 miljard dollar teruggelopen. Begin juni 2000 stond de Nasdaq 100, de index voor hightech ‘groei’-ondernemingen, op rond de 3000. Bij zijn ontslag stond de Nasdaq nog maar net boven de 1000. De markt was dus moeilijk. Niettemin had hij in de periode dat hij voor het fonds verantwoordelijk was tweemaal zoveel verloren als de gemiddelde fondsbeheerder van een agressief aandelenfonds. Hij zal zijn best wel gedaan hebben, in ieder geval lieten zijn bazen lieten hem aan de leiding, waar hij al die tijd zoveel geld van de investeerders verloor.⁶¹

De meeste mensen zijn niet getraind in het omgaan met de beurs, of zelfs maar in staat, door gebrek aan tijd of intellectuele geschiktheid, om haar adequaat te volgen. Dus zitten ze stil en laten zich aderslaten.

Eén voorbeeld van die onwetendheid bij investeerders verdient hier te worden aangehaald. Tijdens de oplopende markt en een groot deel van de dalende markt tot uiteindelijk het Enron-schandaal onderzoek door de minister van Justitie van de staat New York en het Amerikaanse Congres teweeggebracht had, was de term ‘hold’ (vasthouden) (‘neutral’ – onbepaald bij Merrill Lynch) in analisten-adviezen aan beleggers feitelijk de code voor ‘verkopen!’ De woorden ‘reduce’ (afstoten) of ‘sell’ (verkopen) werden zelden of nooit gebruikt. De bemoeienis van handelshuizen met ondernemingen die binnen die categorieën vielen werd eenvoudig stilletjes beëindigd.⁶²

Wat de naslagwerken zeggen

Niets van deze empirische realiteit van de beurzen heeft iets van doen met wat zij in de theorie verondersteld wordt te zijn. De theoretische structuur ligt uitgedrukt in de hypothese van de doeltreffende markt. Die stelt dat op de beurs de aandelenkoersen op ieder gegeven moment doeltreffend en vrijwel onvertraagd de som weergeven van alle informatie en verwachtingen die de marktpartijen tot hun beschikking hebben. Volgens deze hypothese komt de informatie vrij in een willekeurige volgorde en passen de koersen zich er vrijwel instantaan bij aan als afspiegeling van die informatie. De koersen van aandelen zijn daardoor op ieder moment de juiste. Dus kan niemand het duurzaam van de beurs winnen. Aandelen kunnen nooit zo lang te hoog of te laag genoteerd staan dat iemand duurzaam van die onjuiste notering profijt zou kunnen trekken. Af en toe zou het kunnen gebeuren, maar nooit lang genoeg om iemand rijk te maken. Deze hypothese heeft duidelijk genoeg niets van doen met de door mij beschreven realiteit op de beurs ten tijde van de opkomst en het verval van de zeepbel. Ik ben niet de enige die meent dat de hypothese van de doeltreffende markt doodgewoon onjuist is. Lawrence Summers, Amerikaans minister van Financiën onder Clinton, zei: ‘De hypothese van de doeltreffende markt is de meest opmerkelijke misvatting in de geschiedenis van de economische wetenschap.’⁶³

De gedachte van het evenwichtige markt-evenwicht stamt rechtstreeks van achttiende- en de vroeg-negentiende-eeuwse economen als Adam Smith en David Ricardo, die probeerden het succes te evenaren dat Isaac Newton in de natuurkunde behaalde. Dat was misschien een ongelukkig uitgangspunt omdat het volledig voorbijgaat aan de kern van de activiteit, die overduidelijk neerkomt op profiteren – manipuleren. Het concept van beursmanipulatie berust echter op de eenvoudige en verblindend evidente waarheid dat hoewel atomen niet denken, sommige mensen dat wel doen. Die proberen wijzer te worden door na te denken over wat ze zien en het diagonaal tegengestelde van een marktevenwicht teweeg brengen.

George Soros, het meest bekend doordat hij in 1992 de Bank of England liet springen en devaluatie van het Pond afdwong, noemt op denkwerk berustend handelen ‘reflexief’. Hij stelt: ‘De financiële markten worden gekenmerkt door het cyclisch terugkeren van heftige hausse- en baisse-bewegingen. Niettemin is het verbluffend te constateren dat de economische theorie onverstoort blijft uitgaan van een evenwichtsconcept dat evident strijdig is met de werkelijkheid. Onevenwichtigheid is inherent aan het financieel systeem. Dan gaat het niet alleen om de uitwerking van schokken van buitenaf. De externe schokken die in de talrijke

gevallen waar de financiële markten de economische theorie logenstraffen, als *dei ex machina* ter verklaring naar voren geschoven worden, doen vooral denken aan de ingenieuze, door goddelijke krachten bewogen constructies van bollen binnen bollen waarvan de sterrenkunde zich vóór Copernicus bediende als verklaring voor de bewegingen van de planeten. Zou het niet eenvoudiger zijn geweest te aanvaarden dat de aarde om de zon draait?⁶⁴

Liegen, bedriegen, verraden, stelen en manipuleren zijn niets dan vormen van welbewust, reflexief gedrag. Dat geldt voor alle praktijken in het spel om het beleggersvertrouwen.

Maar de traditionele sociale wetenschappen, met name de economische, en met name zoals die in Amerika bedreven wordt, doet alle denkbare moeite om een analyse van reflexief gedrag uit de weg te gaan, hoewel de meeste academici – en in mijn ervaring vooral de economen – er samen met hun collega's hun leven aan wijden het ofwel te praktiseren, of te bestrijden.

Zelf heb ik wat nagedacht over de voorbeelden ervan in *De bodemloze put*. Het werd me duidelijk dat geen versie van het theoretisch gedefinieerde *rationele denken* hier van toepassing leek te zijn. Projectontwikkelaars waren evenmin bezig een vooraf vastgestelde financiële doelstelling te maximaliseren als hem zelfs maar redelijk te realiseren. In plaats daarvan pasten ze eenvoudig, en telkens weer, een opeenvolging van afzet-praktijken toe. Verbazend genoeg deden ze dat door hun slachtoffers herhaaldelijk oogkleppen op te zetten, waar ze, nog verbazender, even herhaaldelijk ook voor vielen. Waarom? De verklaring die *De bodemloze put* daarvoor geeft, is dat het hele proces corrupt is en dat vooral de koper en/of de controleur een rad voor ogen was gedraaid.

In dit boek stel ik me op hetzelfde standpunt. Er bestaat echter een betrekkelijk nieuwe discipline op financieel gebied, financieel behaviorisme, die probeert aberraties van de markt te verklaren door wat psychologie binnen de economie te halen. Dan krijgen we te horen dat amateurs hun geld steken in zeepbel-aandelen vanwege sociale druk, of uit zucht zich te conformeren, uit angst de lol te zullen missen, uit angst voor hopeloze stommelingen uitgemaakt te worden als ze het niet doen, op grond van vertrouwen op zogenaamde deskundigen, of uit gebrek aan zelfvertrouwen en ga zo maar door. Dat alles kan best waar zijn, maar in dit boek zal het geen rol van belang spelen. Ik zal niet uitleggen waarom slachtoffers slachtoffers zijn. Ik zal laten zien wát slachtoffers van de markt doen, maar geen ernstige poging doen uit te leggen waarom. Sommige mensen laten zich gewoon bedotten, dat is alles.

Als lezing van dit boek hen op wat van de valstrikken attent maakt en ze die waarschuwing ter harte nemen, dan ben ik daar blij mee. Zo niet, dan zal me dat niet verbazen. Mijn besluit psychologische en behavioristische elementen in de discussie uit de weg te gaan is gefundeerd, denk ik, omdat zoals hierboven is aangetoond degene die zijn spaarpenningen verspeelt gewoonlijk niet degene is die beslist hoe dat precies zal gaan. Het boek zal ook niet proberen tot op enige diepte de psychologie van de beurs-gier te doorgronden, maar simpelweg tonen wat ze gewoonlijk doen. Ik geloof dat ik me daarmee zelfs nog aansluit bij hun eigen mentaliteit. Zij die hun slachtoffers een rad voor ogen draaien begrijpen niet noodzakelijk wat zijzelf, óf hun slachtoffers, doen. Ze hoeven alleen maar in staat te zijn hun slachtoffers op te merken en te weten wat ze waarschijnlijk zullen gaan doen. Moet de wolf met zijn verstand de cariboe kunnen doorgronden, of de haai het visje dat hij verorbert?

De politie heeft al heel lang een methode om degene die ze vervolgt te vangen. Zij probeert inzicht te krijgen in de manier waarop de boosdoener te werk gaat – zijn of haar Modus Operandi (MO). Is die eenmaal achterhaald, dat is het – met een beetje geluk – mogelijk te voorzien wat hij of zij in volgende instantie zal doen. Tal van films hebben dat intussen laten zien. Ik beweer niet dat de bedrijvers van alle dubieuze handelingen die in dit boek beschreven worden, criminelen zijn. Sommigen zijn dat inderdaad, in de letterlijke zin dat ze veroordeeld zijn op grond van ernstige wetschendingen. Maar de meesten niet, vooral omdat ze als groep degenen aanstellen die de wetten maken. In het algemeen is wat ze doen wettig, hoezeer ook ten onrechte.

Er zijn tenminste twee theoretische benaderingen ter begrip van de Modus-Operandi-methode. De ene is eenvoudig die van de positieve doorzetting, een basisconcept uit het behaviorisme. De profiteurs hebben ontdekt dat sommige praktijken werken, en gaan er dus gewoon maar mee door. Ze passen ze echter ook toe als ze contraproductief zijn. Zoals de Pentagon-klokkenluider Ernest Fitzgerald zegt over Public-Relationfunctionarissen van het Pentagon: ‘Ze liegen, zelfs wanneer het in hun belang is de waarheid te vertellen.’ Het zou in hun eigen belang lijken de waarheid te spreken, maar de groep waar ze deel van uitmaken, het Pentagon-establishment, zou hun dat niet in dank afnemen en hen nooit meer vertrouwen. Dus liegen ze en worden daarvoor met promotie beloond. Het sociologisch concept van insluiting in de groep verwijst dus naar de tweede benadering. De profiteurs maken duidelijk deel uit van een zakelijke subcultuur, waar ze verwacht worden zich op een bepaalde manier te gedragen, willen ze niet uitgestoten worden. Wat zou betekenen naar het grote geld te kunnen fluiten.

Wat de beursgieren er ook toe brengt de *modus operandi* te ontwikkelen die in dit boek beschreven wordt, één ding is zeker, hij werkt vaak genoeg om de subcultuur van roofkunstenaars gaande te houden, bloeiend zelfs.

Verbreiding van het beleggersvertrouwen

Hoe leren ze die praktijken? Bijna zeker worden ze op twee manieren verbreid. De eerste betreft het overstappen van managers van de ene firma naar de andere. Ze nemen hun specifieke kundigheden mee en rechtvaardigen die soms met behulp van de managementterm ‘benchmarking’. Dat staat voor naäpen van de ‘best mogelijke praktijk’ van de meest succesvolle firma’s op hun gebied. Dat ze wellicht de ‘slechtst mogelijk praktijk’ kunnen hebben geïmiteerd hoeft ons verder niet bezig te houden.

In de tweede plaats worden ze ook verbreid door de consultants – zakenbankiers, juristen en accountants. Bij het Enron-schandaal is dat volledig duidelijk geworden, en het loont de moeite hier in te gaan op een specifiek voorbeeld.

De hoofd-onderzoeker van de permanente Senaats-subcommissie voor onderzoeken, Robert Roach, getuigde op een hoorzitting van die subcommissie op 23 juli 2002 met betrekking tot een paar van de belangrijkste boekhoudtrucs die Enron gebruikte om winstcijfers op te krikken. Een daarvan, die ‘prepay’ genoemd wordt, is volstrekt legaal. Het betekent doodgewoon vooruit betalen voor een later te leveren goed of dienst. Maar Enrons zakenbanken gebruikten die om de onderneming te helpen haar verdiensten op te blazen met iets van 8 miljard dollar in 6 jaar. Roach legde uit dat deze ‘voorgewende vooruitbetalingen’ gewoon leningen van de banken aan Enron waren, maar vermomd als opbrengsten uit handel in gas en olie, en geboekt als operationele inkomsten. Feitelijk trok Enron, volgens Roach, de rente op deze leningen af van de belastingen die de firma betalen moest.

Roach zette verschillende ingewikkelde transacties uiteen. Geen daarvan verscheen bij Enron op de balans, en ze stonden dan ook bekend als off-balance – buiten de boeken blijvende - transacties. Een daarvan betrof J.P. Morgan Chase en een overzees ‘special purpose’ kantoor, de op het Kanaaleiland Jersey geregistreerde Mahonia Ltd. Hoewel zowel Chase en Enron beweerden dat Mahonia onafhankelijk van beide was, was het in feite volledig een creatie van Chase, het had geen werknemers en een vermogen van niet meer dan 10.000 pond sterling. Mahonia’s advocaat vertelde de onderzoekers van de Senaat dat Mahonia ‘wel door Chase werd bestuurd, maar met betrekking tot de boekhouding en andere vereisten [niet volledig] eigendom van Chase was.’ Deze onderneming, met niet meer dan

10.000 pond sterling aan vermogen was in september 2001 het middelpunt van een complexe transactie ten bedrage van 350 miljoen dollar. Dat betrof aardgas-ruiltransacties die als vijgeblad moesten dienen voor de ware aard ervan; Chase leverde Mahonia 350 miljoen dollar, die Mahonia doorsluisde naar Enron. Enron zou vervolgens in maart 2002 355,9 miljoen aan Mahonia terugbetalen. Zoals Roach stelde: ‘Feitelijk leende Chase aan Enron 350 miljoen dollar en Enron kwam overeen binnen 6 maanden de hoofdsom terug te betalen tegen een feitelijke jaarlijkse rente van 3,44%.’ Dat terugbetalen zou er zoals we weten niet van komen, Enron ging failliet in december 2001. Dat leidde tot een rechtszaak tussen de banken en hun verzekeringsmaatschappijen, die voor terugbetaling garant stonden in geval Enron in gebreke bleef. De verzekeringsmaatschappijen weigerden uit te betalen, met als argument dat deze contracten in werkelijkheid leningen, en geen handelstransacties betroffen. De partijen ter weerszijden schikten de zaak op 3 januari 2003, vlak voor de jury in beraad zou gaan.

Op 3 december 2002 ondervroeg in het federaal gerechtshof in New York de rechter J.P. Morgan Chase’s advocaat in deze zaak:

Rechter: ‘Het draaide volledig in een cirkel rond, nietwaar? ... Het gas dat aan Mahonia verkocht zou worden, zou vervolgens in een aantal aparte transacties worden doorverkocht en uiteindelijk bij Enron terecht komen?’

Advocaat: ‘Ja, dat zou je een cirkel kunnen noemen.’⁶⁵

Alle na de schikking door journalisten ondervraagde juryleden waren het erover eens dat de transacties als olietransacties vermomde leningen waren, maar enkelen meenden dat de verzekeringsmaatschappijen toch nog aansprakelijk waren, omdat ze beter hadden moeten weten.⁶⁶

Deze zogenaamd vooruitbetaalde energietransacties waren zo overduidelijk onwaarachtig dat in een memorandum uit mei 2001, ditmaal van Citibank, werd voorgesteld een marge van een penny toe te voegen, waardoor het ‘wat meer op een echte handelstransactie zou lijken... die penny is in feite verwaarloosbaar en legt een extra 1 [punt = + 0,001] op het geheel ... Ik heb nog met een marker die marge van 1 penny aangegeven voor Kelly, nadat ik een eerste concept gestuurd had ... en gezegd dat die opslag de prepaid-constructie iets meer tot een echte handelstransactie maakte, terwijl een schriftelijke minimumverkoops- en maximaankoopsprijs niet door één partij op hetzelfde moment kan worden aangegeven – kortom, vanuit een oogpunt van accountants- en beurscontrole nuttig voor beide kanten.’⁶⁷

Roach leverde vergelijkbare documentatie met betrekking tot Credit Suisse First Boston en Chase.

Vooral interessant aan deze truc is dat functionarissen van Chase en Citigroup nog uitdrukkelijke pogingen deden om dezelfde truc ook aan anderen te slijten. Hoofdonderzoeker Roach legt uit:

‘Chase ontwierp zoiets als een “prospectus” om andere ondernemingen dit soort Enron-prepays aan te smeren. De transacties worden daarin omschreven als “balansvriendelijk”.’ Erin wordt ook in algemene termen het gebruik uiteengezet dat Chase maakt van deze ‘special purpose-entiteit’ Mahonia voor het structureren van de transacties, en duidelijk uitgelegd dat de transacties zo georkestreerd zijn dat ze samenlopen. De uitleg van het opzettelijk aan elkaar koppelen van de transacties spreekt onloochenbaar de beweringen tegen dat de transacties los van elkaar staan en niets met elkaar te maken hebben. Kennelijk was Chase soortgelijke vooruitbetalingen als met Enron aangegaan met zeven andere ondernemingen.

‘Citigroup ontwikkelde net zo’n “prospectus” om ondernemingen prepays als die van Enron aan te smeren... Daarin wordt met veel aplomb beweerd dat zo “de noodzaak verdwijnt om aan al te openlijke financiële rapportage te doen, en het mogelijk maakt om de financiële dessous binnenskamers te houden.” Citigroup offereerde deze prepays á la Citibank aan 14 ondernemingen en verkocht ze ook daadwerkelijk aan ten minste drie daarvan.’

Roach zei niet aan welke ondernemingen de zakenbankiers hun praktijken hadden willen slijten. Maar maanden vóór zijn getuigenis verklaarde de Bestuursvoorzitter van Suez, Gérard Mestrallet: ‘Anderhalf tot twee jaar lang kwamen tal van zakenbanken en consultants het Enronmodel bij ons aanprijzen. Ze zeiden dat Enron daardoor zo succesvol was.’ Hij wilde niet zeggen om wie het daarbij ging, maar de *Financial Times* meldde dat ‘men ervan uitgaat dat daarbij enkele van de best bekende namen in de wereld van investeringen en consultancy gerekend moeten worden.’⁶⁸

Dat wat de bankiers betreft. Maar hoe zit het met de juristen? Ook die pushten de dingen die ze deden bij Enron als een pro bij andere ondernemingen.

Enrons externe juridische consultant was het Texaanse Vinson & Elkins. Nog op 16 augustus 2002, de dag waarop dit tot mij doordrong, meer dan acht maanden na de ineenstorting van Enron, maanden nadat een serie geruchtmakende congresheerzittingen begonnen waren – maar nog altijd niet afgerond – adverteerden Vinson & Elkins op hun website:

‘Onze juristen zijn uitermate vertrouwd met het gebruik van ‘special purpose entities’ zoals trusts, partnerships, ondernemingen met beperkte aansprakelijkheid, en *overzeese entiteiten* in financiële transacties. Onze firma biedt ook assistentie bij financiële structurering

ten behoeve van a) boekhoudkundig verantwoorde verwerking van onderhandse transacties, faillissementen, of verwerking van regelgeving op staatsniveau (*samengaand, in veel gevallen, met pro forma leningen in verband met federale belastingen*), b) bestrijding van faillissementsrisico voor elke bedrijfsstructuur... [mijn cursivering, RB].’

Goed, maar hoe zit het met de accountants?

Toen Arthur Andersen gedwongen werd te sluiten na het Enron-schandaal, zochten de legioenen accountants die daar werkten, en die doorkneed waren in de praktijken die Enron berucht gemaakt hadden, toen andersoortig werk na het gruwelijke gezichtsverlies van hun vorige werkgever? Geenszins. Ze werden met complete werkeenheden tegelijk door andere grote accountantskantoren overgenomen en aan het werk gezet om dezelfde ondernemingen te controleren die ze ook al als Anderson-accountants onder zich gehad hadden.⁶⁹

Paul Volker, gewezen voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, heeft zelfs wel een idee over wie van deze consultants als eerste de andere corrompeerde:

‘De dominantie van de zakenbankiers ligt aan de wortel van het zedenbederf van juristen en boekhouders.

Ze werden zo duur betaald, dat de juristen en de accountants onder druk kwamen te staan. Die vroegen zich af: “Waarom verdienen zakenbankiers zo veel en waarom worden wij vergelijkenderwijs afgescheept met een fooi?”

Accountantskantoren kregen het gevoel dat hun beroep perspectief miste en dat hun beloning in de toekomst zou afhangen van diversificatie. De discipline aan de accountantskant van de firma’s werd, als zij al niet teloor ging, zeker minder...⁷⁰

Heeft Volker gelijk dat de veralgemening van deze praktijken tenminste geïnspireerd is door de zakenbankiers? Persoonlijk betwijfel ik dat. Ten eerste suggereert Volkers uitspraak dat de juristen onschuldige slachtoffers waren, wat toch een beetje moeilijk te verteren is. Ten tweede is Arthur Andersen, die gigantische accountantsfirma die na het Enron-schandaal haar deuren sluiten moest, ook al met veel eerdere schandalen verbonden geweest was, bijvoorbeeld rond Pentagonleveranciers. Hoe dan ook, voor ons is het significant dat zelfs een ex-hoofd van het Amerikaanse centrale-banken-systeem meent dat deze praktijken verbreid zijn door consultants – zakenbankiers, juristen en accountants.

Voor de potentiële slachtoffers kan het uiterst waardevol zijn de strategieën te kennen die deze oplichters gebruiken. Dan kunnen ze zich voorbereiden op de volgende zet van de beursgier.

Hoofdstuk 2

Dromen van ongekende rijkdom

Een handelaar die een droom verkoopt brengt zijn klant er veeleer toe in het eigen hoofd te kijken dan naar de empirische werkelijkheid die hij vóór zich ziet. Daarom zijn dromende slachtoffers een gemakkelijke prooi voor alerte beurs-gieren. Dat hoeft niet de reden te zijn waarom die gieren bijna onvermijdelijk met dromen leuren, maar zonder die vertrouwenwekkende dromen zou hun werk heel veel moeilijker zijn.

Kijk naar een paar van de dromen in mijn eerdere boek *De bodemloze put*: De Kanaaltunnel zou na tienduizend jaar van scheiding Groot Brittannië weer bij Europa trekken, de vreselijke schade herstellen die het zich terugtrekkende ijsdak had achtergelaten en eindelijk Engeland tot een continentaal Europees land maken; de snelle kweekreactor Superphenix zou de elektriciteit te goedkoop maken om het verbruik ervan nog te meten, en het energieprobleem definitief uit de wereld helpen; de magnetische zweeftrein Transrapid zou de beperkingen opheffen die de wrijving al sinds mensenheugenis het rijdend transport oplegt; de Stealth-bommenwerpers en –jachtvliegtuigen zouden het vóórkomen van oorlogsslachtoffers bij de luchtmacht vrijwel beëindigen, doordat ze de Amerikanen in staat stelden hun vijanden te besluipen en van de wereld te blazen nog vóór die de vliegtuigen boven hen in de gaten hadden. De lijst is nog langer. Behalve bij de Stealth-bommenwerper die volledig irreële fantasie is gebleken, is er steeds sprake van een wisselend waarheidsgehalte. Maar allemaal hadden ze gigantische pretenties: *Koop dit project NU, geef me uw geld NU, dan zal de wereld nooit meer dezelfde zijn*. In gevallen zoals de Kanaaltunnel, waar het *particuliere* investeerders waren die niet verstandig genoeg waren om er op tijd uit te stappen, was de wereld *inderdaad* nooit meer dezelfde, maar niet op de manier die de beleggers voor ogen had gestaan. Al deze dromen hadden verwoestende, nachtmerrie-achtige keerzijden, waar de projectontwikkelaars voor het gemak maar aan voorbijgingen.

De droom van een allesovertreffende toekomst is in deze projecten van essentieel belang, omdat zij het verkoopverhaal van de ontwikkelaar een toon van religieuze vervoering geeft. De verkopers van deze dromen zijn geen inhalige oplichtertjes, maar zieners met hun blik gericht op de toekomst. Ongelovigen zijn saaie, oude gekken met de blik naar het verleden, die nooit iets zullen begrijpen omdat ze vastzitten aan verouderde ideeën.

De zogenaamde ‘internet-revolutie’, met haar ‘nieuwe economie’ en de daarna optredende Nasdaq-zeepbel past precies in het patroon van de dromen-verkoop. In feite was zij in de beurswereld de grootste dromen-uitverkoop sinds mensenheugenis. Dus is het om

twee redenen de moeite waard er nader naar te kijken. Ten eerste vormde zij een volmaakt voorbeeld van een kern-element in oplichterspraktijken als kettingbrief of pyramidespel -campagnes waarin het geld voor één golf beleggers opgebracht wordt door verkoop aan de volgende golf, op gezag van een geloofwaardige droom, in dit geval die van de ‘nieuwe economie’. Ten tweede zal een blik op haar overspannen pretenties en de redenen waarom daar uiteindelijk niets van terecht kwam ons helpen de kletsboek te signaleren in de volgende grote droom die zich aandient.

In feite kwamen er in de nieuwe economie twee dromen samen. De ene was een verondersteld revolutionaire, nieuwe technologie, het internet. De andere was een universele droom van een op globalisering berustende vrije markt, gedefinieerd als het onbeperkte verkeer van geld en technologie, zij het niet van personen, over de grenzen. (Het internet maakte het geld, software en, in laatste instantie, bepaalde soorten goederen mogelijk grenzen te overschrijden, maar vereiste in het algemeen niet dat mensen de plek verlieten waar ze zich bevonden.) Deze twee dromen zouden in combinatie een eind maken aan de gevreesde zakencyclus van de uiteindelijk zelfvernietigende groei. Dat wonder zou tot stand gebracht worden via het uitbannen of tenminste drastische reduceren van de voorraadvorming, die normaliter leidt naar dat deel van de cyclus waar de succesvolle onderneming kapotgroeit. Als gevolg van de uitzonderlijke doeltreffendheid van een economie die op den duur met volmaakte informatie zou gaan werken zou ook die andere gevreesde plaag, de inflatie, worden uitgebannen, zoals ook de systematische toepassing van de voortschrijdende wetenschap, naar men toen dacht, in de voorgaande decennia de pokken geëlimineerd had. Mét het verdwijnen van de inflatie zou er een gigantische productiviteitsgroei optreden. Het internet zou een ongelimiteerde groei van de klandizie opleveren zonder toename van de marginale kosten per klant – de kosten blijven hetzelfde of je hetzelfde elektronisch signaal nu naar tien mensen of tien miljoen mensen stuurt.

Eerst de revolutionaire nieuwe technologie, internet. Het doet er niet toe dat het niets anders was dan persoonlijke computer (pc) gecombineerd met het bestaande telefoonnet en met gebruikmaking van een van het Pentagon afkomstig schakelsysteem. Samen leverden deze drie technologieën iets nieuws op, een toegang tot informatie die tot dan ongekend was. (Behalve in Frankrijk, waar de Minitel tien jaar tevoren grotendeels hetzelfde teweeggebracht had, met een speciaal, gratis door France Telecom geleverd apparaatje.) Internet heeft nieuwe ondernemingen opgeleverd, zelfs nieuwe bedrijfstakken. Het werd mogelijk bibliotheken en informatiebronnen overal ter wereld te raadplegen zonder ooit van huis te hoeven gaan. Later zouden de mensen merken dat als hun aandacht afdwaalde naar een porno-site, anderen, ook

hun werkgever, hun echtgeno(o)t(e) of de politie daar lijsten van kunnen vinden. Met gebruik van e-mail konden onderzoekers en anderen in seconden omvangrijke documenten ontvangen. Later zouden velen die beleggers, deels vanwege de wonderen van e-mail, zover gekregen hadden dat ze hun geld aan internet-fondsen vergooiden, worden ontslagen, beboet, vervolgd, onteerd en in sommige gevallen zelfs gerechtelijk veroordeeld, precies vanwege de elektronische archivering van hun e-mails! Men kon on-line aandelen verhandelen. Dat leverde een gigantische toename op in het aantal daghandelaars die, doordat ze onmiddellijk konden waarnemen wat de beurs deed, op het bewegen ervan konden inspringen. Dergelijke momentum-handel speelde een grote rol in het oppompen van de zeepbel.

Maar internet maakte perfecte prijsvergelijking mogelijk en bracht in die zin een perfecte markt tot stand. (Interessant genoeg werd er van de aanwezigheid van die perfecte markt niet altijd gebruik gemaakt, maar dat gaat het kader van dit boek te buiten.) De heftige concurrentie op het gebied van de tarieven heeft veel e-handelaars geld doen verliezen op iedere transactie, waarbij ze alleen de rente verdienden die ze konden berekenen op het door hen beheerde vermogen. Tal van e-brokers zijn vrijwel uitgeteld of sluiten hun deuren in Amerika, Frankrijk, Engeland en elders.

Al maakte internet theoretisch een bijna onbeperkte uitbreiding mogelijk van de cliënteel zonder, of vrijwel zonder extra communicatiekosten, de reclamekosten voor het vinden van die klanten bleken uit de pan te rijzen. Bovendien moesten veel van de e-handelsfirma's, ondanks de belofte dat voorraden onnodig zouden zijn, toch magazijnen bouwen om goederen op te slaan en te verwerken.⁷¹ De bedrijven uit de oude economie, die de magazijnen, de distributiecentra, het opgeleide personeel, de detailhandel en de showrooms al hadden, hadden een gigantisch voordeel. Zij konden hun onderneming gewoon uitbreiden met een on-line divisie.

De handel via de e-mail was voorspeld in mei 2001 wel 15% te gaan omvatten van de complete Amerikaanse detailhandel.⁷² In feite was dat in die maand uitgekomen op 0,9 procent, wat neerkwam op een daling van 0,1 procent sinds het maximum van een paar maanden tevoren. Die teruggang was klein, maar veelbetekenend. Tot dat moment was de e-mail detailhandel ononderbroken gegroeid.

Misschien was het belangrijkste van de internet-droom een op niets gegrond cijfer, dat de droom een gevoel van voorspelbaarheid gaf, al was het niets dan quasi-wetenschap, het vijgenblad van hokuspokus met een wetenschappelijk klinkende beredenering. Het op niets gegronde cijfer was een voorspelling, die eindeloos door sukkels werd herhaald, en wieweet zelfs wel onwillekeurig geloofd door sommige van de e-mail propagandisten. Hier is het,

tamelijk laat, 1998, woordelijk geciteerd uit een rapport van het Amerikaanse ministerie van Handel: het internet-verkeer ‘verdubbelt elke 100 dagen.’⁷³

‘Dat was het doorslaggevende argument, de mythe die alle andere excessen van het internet-tijdperk rechtvaardigde,’ zei Andrew Odlyzko van de Universiteit van Minnesota, die voorop liep met zijn kritiek op dit punt.⁷⁴ Er zijn aanwijzingen dat het verhaal vaag opging in 1995 en 1996, toen het internet zo’n 1000% per jaar groeide, in zijn transformatie van een werktuig van wetenschappers naar een instrument voor de massamarkt. Maar hoe lang had dat ooit kunnen duren?

Deze voorspelling is hetgeen het internet/dotcom-fiasco verbond met de catastrofe van de telecommunicatie. Als het internetverkeer exponentieel groeide zou de toekomst van de mensheid afhangen van een gigantische toename aan glasvezelkabelnetten.

Volgens een artikel van Yochi Dreazen in *The Wall Street Journal* was de eerste onderneming die met deze buitensporige bewering kwam UUNet, een dochter van WorldCom, de telecommunicatiefirma die failliet ging nadat er – uiteindelijk voor een totaal van 9 miljard dollar - valse verkoopcijfers waren opgedoken.⁷⁵

Dit zou niet de eerste keer zijn dat een groeicijfer van mythische dimensies gepropageerd werd door een onderneming die later geconfronteerd werd met het spookbeeld van een faillissement. Eurotunnel, dat maar ternauwernood aan een faillissement ontsnapte na een regeling met zijn schuldeisers, gaf ook uitermate ambitieuze, zeer dubieuze ramingen van toekomstige verkeersstromen in zijn emissie-prospectussen. De bijzonderheden zijn te vinden in mijn *De bodemloze put*. Eurotunnel-functionarissen hebben altijd beweerd dat ze gewoon veel te optimistisch waren. Ook functionarissen van WorldCom houden vol dat ze de dingen gewoon verkeerd gezien hebben. Vint Cerf van WorldCom, legt uit: ‘De werkelijke verkeersgroei heeft nooit de 1000% per jaar benaderd, maar ik geloof niet dat er geprobeerd is de zaken verkeerd voor te stellen. Het was een eerlijke weergave van de vraag die wij vanuit die ondernemingen op ons af zagen komen.’

Frank Kern, een directielid van IBM, gaf een indicatie in dollars van wat hij zei als de omvang van deze enorme groei te zien: ‘De markt van providers voor commerciële e-mailbedrijven en business-to-business netwerken in Europa floreert extreem en zal naar verwachting in 2003 52 miljard dollar waard zijn.’⁷⁶ Hij zei dit bij de aankondiging van een samenwerkingsverband met KPNQwest, de glasvezel telecommunicatieonderneming die in april 1999 tot stand kwam als een joint venture van het Nederlandse KPN en het Amerikaanse telecombedrijf Qwest. Qwest was zelfs nog optimistischer. Een perscommuniqué van 15 juli 1999 stelde: ‘Analisten schatten dat de diensten op het gebied van communicaties in West-

Europa, de voor de onderneming voorziene markt, uit zal groeien naar 224 miljard dollar in 2001.’ In april 2002 zou Qwest aankondigen 3,048 miljard dollar van haar investering in KPNQwest te gaan afschrijven.⁷⁹

In 1999-2000 stapten echter veel bedrijven in de markt om de glasvezelcapaciteit te leveren voor al dat zogenaamd verwachte verkeer. In april 1999 zei KPN bestuursvoorzitter Wim Dik over KPNQwest: ‘Euroring, volledig eigendom van en gerund door KPNQwest, biedt haar klanten ongeëvenaarde niveau’s van betrouwbaarheid, accuratesse en veiligheid. Gecombineerd met het Amerikaanse network van Qwest zal het de klanten voor het eerst een volledig functionerend hoogtechnologisch, volledig intercontinentaal netwerk bieden.’⁸⁰

Het massaal ingaan op een droom die de realiteit nooit ook maar in de verte heeft benaderd heeft een geweldige overproductie opgeleverd van glasvezelkabel, vele honderdduizenden kilometers. Bijvoorbeeld wordt slechts 2,7% van de glasvezelkabel in de Verenigde Staten werkelijk gebruikt. De rest ligt braak en zal wellicht nooit in gebruik genomen worden. Global Crossing, WorldCom, 360networks, XO Communications, KPNQwest en andere zijn als resultaat ervan ofwel opgedoekt of gereorganiseerd met uitstel van betaling.

Hoe gigantisch de overproductie was werd duidelijk toen KPNQwest in mei 2002 failliet ging en half juli volledig stilgelegd werd.⁸¹ Hoewel zij naar gezegd werd 20% van het Europese internetverkeer verzorgde, had geen van haar grote klanten moeite andere servers te vinden, die allemaal naar men mag aannemen ook een massale overcapaciteit hadden.⁸² Romeo Zwart van het Amsterdamse Internet Exchange legt uit: ‘Het bevestigt wat we al dachten. Bijna iedereen voorzag het verdwijnen van KPNQwest en had alternatieven gezocht. Bij een paar individuele klanten was er gisteren een terugval in het verkeer, maar de meesten hadden hun maatregelen genomen.’⁸³

Richard Webb, analist voor Europa van Infonetics Research in San Jose, Californië zei erover: ‘Op een bepaald moment waren er in Europa zeventien internationale netwerken in opbouw. Allemaal met dubbele links.’⁸⁴ Pim Versteeg, gewezen vice-voorzitter van een ander failliet pan-Europees telecombedrijf, Carrier 1, zei: ‘Waar je in België, Nederland, Engeland of Duitsland ook een schop in de grond steekt, daar vind je een glasvezelkabel. Een fout op het gebied van strategie, van infrastructuur-ontwikkeling? Dat lijkt me wel.’⁸⁵

Een laatste bewijs van de gigantische overproductie kwam er met de uitverkoop na het faillissement van KPNQwest. Er waren geen kopers voor het hele achttien landen, 25.000 kilometer grote systeem.⁸⁶ AT&T had 100 miljoen euro geboden voor het geheel,⁸⁷ maar kwam nooit over de brug, naar verluidt omdat het niet senl genoeg problemen rond de boeken

rond kon krijgen.⁸⁸ De delen waar wel kopers voor kwamen werden van de hand gedaan voor fracties van wat ze oorspronkelijk gekost hadden. Interoute, een Engelse telecomonderneming kocht het overgrote deel van het Ebone-net, het hoofddeel van KPNQwests totale netwerk. Hoewel KPNQwest Ebone in maart 2002, zo'n twee maanden voor het faillissement werd uitgesproken, voor 645 miljoen euro gekocht had,⁸⁹ betaalde Interoute naar verluidt niet meer dan 15 miljoen euro voor het grootste deel ervan.⁹⁰

Dit soort getallen bevestigt wat de Amerikaanse superbelegger Warren Buffet altijd al gezegd had – de internet-revolutie was niet meer dan een herverdeling van inkomen. Anderen, zoals George Soros, hebben erop gewezen dat de internetrevolutie niet veel voorstelde vergeleken met de negentiende-eeuwse uitvindingen als de stoommachine, spoorwegen, de telegraaf, de verbrandingsmotor met zijn afhankelijkheid van aardolie, en de telefoon. Anderen grinnikten erom vanwege de waarlijk revolutionaire maatschappelijke veranderingen die teweeg gebracht zijn door antibiotica, film, radio, televisie, het vliegtuig, de straalmotor, elektriciteit in de huizen, airconditioning zelfs. Nog weer anderen wezen erop dat de waanzinnig opgeblazen verhouding tussen beurskoersen en bedrijfswinsten (niet-bestaand voor sommige van de belangrijkste internet-ondernemingen, die helemaal geen winst maakten) alleen kon steunen op door de ondernemingen geventileerde winstgroeiervwachtingen van 20%, jaar in jaar uit gedurende de voorzienbare toekomst.⁹¹ Iets ook maar in de verte vergelijkbaars had zich nooit eerder voorgedaan.

Heeft de door internet teweeg gebrachte globalisering van de markten een modelversie van de perfect functionerende markt opgeleverd, en daarmee het eind van de inflatie? Sommigen denken dat inderdaad. Het onderwerp gaat het kader van dit boek verre te buiten en de economen zitten elkaar er nog steeds over in de haren. Als we het nu niet weten, wist men het kennelijk ook niet in de periode dat de zeepbel aan het groeien was. De inflatie ging zover omlaag dat men zich terwijl ik dit schrijf, in december 2002, veel zorgen maakt over deflatie. Maar als oorzaak daarvan zijn wel andere factoren genoemd, bijvoorbeeld het exporteren door de Japanners van hun eigen deflatie, goedkope olie in de Verenigde Staten...

Al is het redelijk aan te nemen dat internet en andere informatietechnologieën wel enige productiviteitsgroei veroorzaakt hebben, we weten nog niet hoeveel.⁹² Zelfs Larry Ellison, de president-directeur van Oracle, een grote leverancier van zakelijke software, geeft toe: 'Het lijkt geen twijfel dat onze zakelijke klanten teleurgesteld zijn over de opbrengst van hun IT-investeringen.' En: 'Alles wordt op maat gemaakt. Dat lijkt me waanzinnig. Als alles op maat gebouwd wordt, kan het niet betrouwbaar of economisch verantwoord zijn. Dat is

zoiets als vragen om een Mercedes, maar met een BMW-motor, een Toyota brandstofinspuiting en de airconditioning van een Cadillac, en dan achteraf klagen dat de auto het niet goed doet. Dan roep je er automonteurs bij, of liever systeem-integratiedeskundigen zoals Andersen, IBM of EDS om het hele ding met plakband en elastiek bij elkaar te houden. Of nog erger: je eigen IT-mensen slijten al hun tijd met het onderhouden van het systeem, het aan de gang proberen te houden. Geen wonder dat er een gebrek aan IT-mensen is.⁹³

Na dat soort bekentenissen was er al gauw helemaal geen tekort meer. Terwijl ik dit schrijf, is er een gigantisch overschot. Amerikaanse IT-faculteiten komen studenten tekort en hebben docenten te veel.

De recessie van 2001 bleek langer en dieper dan regeringsfunctionarissen tevoren voorzagen en de van de nieuwe technologie verwachte productiviteitsstijging moest nog weer lager worden ingeschat. Topeconoom Stephen Roach van Morgan Stanley zegt daarover: ‘Deze wonderbare omvorming waar iedereen in geloofde en rijk van hoopte te worden, blijkt op geweldige overdrijving te berusten.’⁹⁴

Een ander deel van de droom was dat de nieuwe economie ongevoelig zou zijn voor conjunctuur-cycli. Dat lijkt nu natuurlijk lachwekkend, maar indertijd was het prachtig om aandelen op te verkopen.

Toen begin 2000 de rentevoet omhoog ging, bleven de kopers de toch al opgeblazen koers van de Nasdaq-aandelen verder opkrikken. En welke reden gaven de leurders van de handelshuizen daarvoor? De rentestijging zou de new-economy ondernemingen niet hinderen, want die leenden niet, maar kregen hun geld van beursintroducties. Alleen die saaie oude-economiefirma’s van de New Yorkse beurs hoefden zich over rentetarieven druk te maken. Toen begon de zeepbel te lekken, met het verscheiden van de eerste dotcomfirma’s. In januari 2001 scheerde de Nasdaq 100 langs een indexwaarde van zo’n 2000. Plotseling verlaagde de Federal Reserve de rente. Schoten de saaie, met zware schulden belaste firma’s van de New York Stock Exchange omhoog? Nee, die bleven ongeveer onveranderd. De Nasdaq-ondernemingen begonnen weer omhoog te schieten. Hoezo? De dromenleurders van de handelshuizen zeiden dat de beurs na een renteverlaging altijd omhoog schiet. De laatste keer dat dat gebeurde, hadden echter weinig mensen ooit van de Nasdaq gehoord, en was er zeker geen sprake van een zeepbel. De opleving nu was er ondanks het feit dat veel ondernemingen uit de nieuwe economie, zoals Dell, Gateway, Apple, Yahoo, Cisco Systems, Hewley Packard, Nokia, Intel en vele andere waarschuwingen uitgaven vanwege verlaagde winstverwachtingen of verwachte verliezen.

Overtroefde de droom de werkelijkheid? Waarschijnlijk, dat doen dromen meestal, ten minste een tijdlang. Daarom kan de manier van opereren van het spel met het beleggersvertrouwen eindeloos worden herhaald. Er is een tweede, minder onschuldige verklaring: velen wisten dat de droom dood was, al werd dat niet openbaar rondgebazuind. Kopers van aandelen-uit-de-nieuwe-economie bleven cynisch doorgaan. Ze wisten dat deze hightech-ondernemingen nooit het geld waard konden zijn dat ze ervoor betaalden. Maar ze hoopten spoedig hun aandelen te kunnen verkopen aan iemand die dat nog niet had ingezien, met andere woorden, ze te verkopen aan groter gek dan zichzelf. Dit cynische fenomeen is al eeuwenlang waarneembaar bij het leeglopen van speculatie-zeepbellen.⁹⁵

Worden er alweer nieuwe dromen gecolporteerd? Bijna altijd. Een grote van nu kreeg ik oktober 2002 in mijn e-mail van *Forbes*, een groot Amerikaans financieel tijdschrift. Ik citeer hem uitgebreid, omdat alle kenmerkende elementen er in voor lijken te komen – onvoorstelbare rijkdom, mysterieuze maar hooggeavanceerde technologie, revolutionaire doorbraken die onvermijdelijk een snelle, volledige transformatie teweeg zullen brengen van de economie en van ieders leven, plus, heel belangrijk, de noodzaak snel te handelen:

‘De nanotechnologie staat op het punt de hedendaagse productiemethoden naar de oude doos te verwijzen ... doorbraken in de nanotechnologie zullen de wetenschap binnenkort het vermogen geven langs biochemische weg alles te “fabriceren”, van levensreddende hooggeavanceerde medicijnen tot moleculaire computers die duizenden malen sneller zijn dan alles wat er maar uit Silicon Valley komt. ... Wie nu instapt, bij het eerste begin van de aanstaande hoogconjunctuur van de nanotechnologie, kan nog bij zijn leven zijn vermogen vertienvoudigen. ... WINSTMAKER EEN staat op het punt de INTEL van de nanotechnologie te worden. Geen wonder! Meer dan 70% van alle nanotechnologische ondernemingen gebruiken de door hen ontwikkelde sterke atoomkrachtmicroscopen en microelektronische werktuigen. ... deze onderneming kan u gemakkelijk 10 dollar opleveren voor iedere dollar die u er nu in investeert. ... WINSTMAKER DRIE zou wel eens de meest winstgevende van al kunnen zijn. Omdat de onderneming al contracten gesloten heeft met BASF, Dow, Exxon, Mobil en Bayer om nieuwe subatomaire materialen te ontwerpen met nagestreefde eigenschappen die veel bouwmaterialen en –bedrijven overbodig zal maken. ... als u deze ondernemingen nu niet koopt, zult u zich nog jaren voor het hoofd kunnen slaan omdat REVOLUTIONAIRE nanotechnologieën de geïndustrialiseerde wereld – en de beurs – op hun kop zetten.’

Dit citaat komt uit een verkoopfolder, dus het is normaal dat er overdreven wordt, en de boodschap zou best kunnen kloppen (hoe onwaarschijnlijk dat natuurlijk toch is). Maar

bedenk wat er bij de vorige opgeblazen droom met uw geld gebeurd is, voor u een professional toestaat het restant dat er nog van over is te wagen aan de volgende droom.

Technologische revoluties komen niet noodzakelijk beschikbaar door een nieuwe technologie eenvoudig met geld te besproeien. Dat had al duidelijk moeten zijn van niets dan een blik op de projecten van het Pentagon. Hoeveel miljarden er ook naar de stealth-projecten gesmeten zijn, ze blijven toch op de radarschermen verschijnen, zelfs op de betrekkelijk simpele zoals die van Kennedy-airport. Een soortgelijk probleem heeft alle Impact-antiraketprojecten, de zonen van de starwars, tot mislukken gedoemd. Nadat er tientallen miljarden in de verschillende projecten gestoken zijn, zijn de ontwikkelaars nog steeds niets in staat een doel met minimale trefzekerheid raken zonder de testen zo te manipuleren dat ze niets meer met reële situaties te maken hebben..

Hetzelfde probleem heeft gegolden voor een andere kandidaat voor de nieuwere economie, biotechnologie. Drijvend op het geld van durfinvesteringen en daarop volgende beurs-introducties werd de informatie die uit het menselijke-genenproject moest voortkomen verondersteld een overvloed aan nieuwe medicijnen op te leveren. En waar zijn die? Misschien komen ze wel, maar dat kost tijd. 'Het zal altijd een jaar kosten om een patiënt een jaar lang te doseren. Onrealistische verwachtingen moeten worden afgezwakt,' zegt Joshua Boger, hoofd van Vertex Pharmaceuticals. Maar durf-kapitalisten, die het beginkapitaal leveren voor veel startende ondernemingen, zijn niet erg geneigd op de lange termijn te denken. Ze willen hun geld onmiddellijk terug, en kopers van introductie-aandelen zijn ook uit op snel geld. En zo zakte de Nasdaq biotech-index in januari 2001 tot 40% onder het niveau van maart 2000.⁹⁶

De derde kandidaat voor de nieuwere economie is hernieuwbare energie: wind-, zonne-energie, brandstofcellen en dergelijke. De droom is er een van onbeperkte energie, ditmaal zonder vervuiling. Een zakenbank, Schröder Salomon Smith Barney, hield erover in januari 2001 een vijfdaagse *roadshow* voor Europese aandelenmakelaars,⁹⁷ met de nadruk op windenergie.⁹⁸ Konden windturbines het wereld-energieprobleem voor de nieuwe eeuw oplossen? Ongetwijfeld een deel ervan. Met doorberekening van de schade aan het milieu kunnen ze nu al concurreren met olie, zelfs met aardgas. Ze verkeren niet in een experimenteel stadium maar produceren al zo'n 2% van de elektriciteit in Spanje en Duitsland. Ze worden voornamelijk geremd door de corruptie en de wurggreep waarin de aardolielobby regeringen over de hele wereld heeft, met name in de Verenigde Staten. De huidige president was ermee als twee handen op één buik, en de vicepresident stond aan het hoofd van een grote oliemaatschappij, Halliburton. Een oorlog zou veel rook en vervuiling

door olielekken kunnen veroorzaken en daarmee een grotere erkenning van het gevaar van het broeikas-effect. Hij zou ook de olietoevoer ernstig kunnen hinderen. Het resultaat zou een geweldige opleving kunnen zijn van het belang van wind- en zonne-energie. En als een oorlog alleen maar goedkopere olie opleverde? Vraag dat aan George Bush.

Brandstofcellen werken nu kennelijk heel aardig, maar ze zijn nog steeds te duur in de productie. Het belangrijkste technische probleem is de opslag van de waterstof waarvan ze afhankelijk zijn. Ze zouden ook snel irrelevant gemaakt kunnen worden door dramatische verbeteringen van normale accu's.

Nog één punt. Dromenverkopers komen bijna altijd met Columbus op de proppen. Als die geen droom had gehad zou hij nooit onder zeil gegaan zijn en zouden de Europeanen zich nooit in de Nieuwe Wereld gevestigd hebben. Bedenk dit, afgezien van wat de nakomelingen van de oorspronkelijke bewoners daarop te zeggen zouden hebben: Columbus voer zelf ook mee. De rest van het beleggersvertrouwen-spel gaat nu juist over hoe de promotoren zich ervan overtuigen dat ze niet in hetzelfde bootje zitten als degenen die het risico dragen.

Hoofdstuk 3

Dromen uit de opiumpijp

Aan de Kanaaltunnel werd geld verdiend door de ontwikkelaars en verloren door de meeste investeerders. Ieder slecht functionerend wapen voor het Pentagon heeft miljoenen, soms miljarden opgeleverd aan de leveranciers die het bouwden, ook al is het van weinig waarde voor degenen die het moeten gebruiken. De werkelijk slechte worden in het geheel niet gebruikt, of de ingebruikname ervan wordt voortdurend uitgesteld. De V-22 Osprey, die eruitziet als een helikopter, maar vliegt als een vliegtuig met enorme propellers, is daar een voorbeeld van. Het is in ontwikkeling sinds het midden van de jaren vijftig. Het International Space Station heeft in essentie geen wetenschappelijk nut dat erzonder niet goedkoper gerealiseerd zou kunnen worden. Maar de leveranciers zijn binnengelopen. De antiraketverdediging (BMD) van de Bush-regering is volstrekte oplichterij.¹⁰⁰ Het wordt al gebouwd zonder dat iemand echt weet hoe dat moet, wat prachtig is voor de constructeurs en de politici die de spin-off incasseren in de vorm van bijdragen voor hun verkiezingscampagnes. Geen van de de testen, waarvan de meeste of uiterst dubieus, of regelrechte zwendel zijn, komen ook maar in de verte in de buurt van werkelijk bestaande omstandigheden, en het satelliet-radarsysteem waarop het geheel berust, functioneert doodgevoorn niet. Bijna altijd als in een test een ‘interceptor’werkelijk het doel geraakt heeft kwam er, toevallig, uit het doel een radarstraal die een signaal afgaf. Functionarissen houden natuurlijk vol dat die niet gebruikt was bij het richten. Tegen de tijd dat het wapensysteem als hopeloos wordt opgegeven, zullen er honderden miljarden, zoniet biljoenen dollars naar de zakken van de ontwikkelaars verhuisd zijn.

De meeste beursintroducties voor de zogenaamde nieuwe economie werkten op precies dezelfde manier – het geld voor de initiatiefnemers kwam uit de aandelen-emissie, niet uit het goed of de dienst die de onderneming bedoeld was te leveren. De situatie was zo flagrant dat investeringsgoeroe Warren Buffet schreef: ‘Wat er feitelijk gebeurt in deze gevallen, dat is overdracht van rijkdom, dikwijls op zeer grote schaal. Door schaamteloos ontvogelde struiken [waardeloze ondernemingen] te koop aan te bieden hebben profiteurs de laatste jaren miljarden dollars uit de zakken van het publiek naar die van henzelf (en die van hun vrienden en zakenpartners) geklopt. Het feit is dat een zeepbel-markt de vorming van zeepbel-ondernemingen mogelijk heeft gemaakt, die meer waren opgezet om geld van de investeerders los te krijgen dan om het voor hen te verdienen. Al te vaak was een beursintductie, en niet winst, het hoofddoel van de promotoren van de onderneming.

Nuchter bekeken is het zakenmodel voor deze ondernemingen de ouderwetse kettingbrief waarvoor tal van provisie-begerige zakenbankiers als gretige postbodes hebben gediend.’¹⁰¹

Stel daartegenover het commentaar van Peter Martin van FT.com: ‘De golf van introductie-emissies is dus een betrekkelijk onschuldige manier om een tijdelijke gekte op te deppen. We hebben die zakenbankiers zo gul beloond omdat ze de maatschappelijk nuttige rol hebben vervuld van het weggeleiden van een irrationeel over-enthousiasme van het bankiersbedrijf naar de effectenbeurs, waar het opgevangen kan worden met een grotere gekte op de korte, maar minder schade op de lange termijn.’¹⁰²

Degenen die hun spaargeld voor de oude dag hebben zien verdwijnen in pensioenfondsen waar de professionele managers onverstoort geld bleven pompen in de bodemloze put die de zeepbel vormde, zullen hun twijfels hebben omtrent het maatschappelijke nut zowel als de lange termijn van de schade. En zij die opgelicht zijn, zijn er misschien in geïnteresseerd te lezen wat Buffet daar verder nog over te zeggen heeft:

‘Voor elke zeepbel ligt er een speld klaar. En als die uiteindelijk samenkomt, leert een nieuwe golf investeerders een aantal heel oude lessen. Eén: velen in Wall Street – een gemeenschap waar kwaliteitscontrole niet hoog geschat wordt – zijn bereid de investeerder alles te verkopen wat hij maar kopen wil. Twee: speculeren is het gevaarlijkst waar het het gemakkelijkst lijkt.’¹⁰³

Waarom zou er een speld klaarliggen voor elke zeepbel? Reflexiviteit, het concept van George Soros waar we het in hoofdstuk 1 over gehad hebben. Beursgieren zien dan een gelegenheid om geld te verdienen door zeepbel-aandelen te laten kelderen en dan short te gaan.¹⁰⁴ Daarvoor hoeven ze alleen te wachten op de eerste solide aanwijzingen dat de zeepbel-firma's niet kunnen presteren zoals hun promotors beweren. Vergeet niet dat die promotors *dezelfden* zijn als de beursgieren. Ze kunnen dus verdienen aan zowel de stijgende lijn, van de beurs-introductie, als aan de dalende, door te shorten als de koers instort. (Soms kopen ze, nadat hun onderneming vrijwel zijn gehele beurswaarde verloren heeft, die terug voor minder dan één procent van de oorspronkelijke waarde.

Nina Brink, die de beursgang van World On Line gepland had, verkocht maanden voor de openbare beursgang van de onderneming een groot deel van haar aandelen voor een habbekrats. Eurotunnel-ontwikkelaars shortten hun eigen aandelen precies op het moment dat ze een nieuwe financieringsronde startten onder beleggers die zij voorhielden dat dit een goede investering was.

Aangezien veel beurs-introducties waardeloze ondernemingen betreffen, en de beursgieren dat heel goed weten, is de vraag: hoe zorgen ze dat de verblinde kopers dat niet

voortijdig inzien? Als investeerders almaar nieuwe ondernemingen zien verschijnen tegen, laten we zeggen 50 dollar per aandeel, die dan vrijwel onmiddellijk wegzakken naar bijvoorbeeld 10 dollar, dan zullen ze tenslotte al snel doorhebben dat dit niet de investeringen zijn waar ze bij betrokken willen zijn. Maar daarvoor hebben de profiteurs een wettelijk niet toegestane oplossing gevonden. De kopers aan wie introductie-aandelen worden aangeboden, moeten geld vrijmaken, en dikwijls in een deposito storten, om de aandelen te kopen in de *aftermarket*, dat wil zeggen na de introductie van de aandelen. Het onwetende publiek ziet dan de aandelen stijgen en, denkend dat dit een goede investering is, op de ogenschijnlijk rijdende trein springen. Dat trekt dan weer andere kopers aan en de aandelen van deze waardeloze onderneming kunnen tot behoorlijke hoogte doorschieten. Het ziet ernaar uit dat dit soort manipulatie zich bij tal van dotcom-introducties heeft voorgedaan, met betrokkenheid van grote zakenbanken op Wall Street, en in mei 2001 door het federaal gezag werd onderzocht, toen de zeepbel al met veel gesis grote wolken gebakken lucht afgaf.¹⁰⁵ Onder de meest beruchte introductie-emissies waren VA Linux Systems, Rad Hat Inc. En Akamai Technologies. Van allemaal was op de eerste handelsdag de waarde tenminste verdriedubbeld, en kort daarop gekelderd. Deze ondernemingen hadden Credit Suisse First Boston (CSFB), een grote market maker op de Nasdaq, gebruikt om hun beursgang te begeleiden. In januari 2002 heeft CSFB het federaal gezag 100 miljoen dollar betaald als schikking van aanklachten dat de bank investeerders in beursintroducties het vel over de neus gehaald had om mee te mogen doen in winstgevende introductie-emissies.

CSFB had in 1999 en 2000 717,5 miljoen dollar verdiend aan technologie-introducties en was in 2000, op het hoogtepunt van de zeepbel, de grootste begeleider van aandelen-emissies in de technologie-branch.¹⁰⁶ De schikking kon dus simpelweg gezien worden als behorend tot de kosten van het zakendoen. De firma stemde wel in met de schikking, maar aanvaardde noch ontkende haar schuld aan onwettig handelen.

‘Deze schikking betekent een tikje op de pols dat niets verandert aan de economische drijfveren om corrupte beursintroducties te plaatsen. CSFB komt er hier goedkoop vanaf,’ zei Jay Ritter, hoogleraar financieel beheer aan de Universiteit van Florida. Toen, half augustus 2002, midden in de zomervakantie met de mensen op het strand en ver van de financiële pers, terwijl bijna ieder uur op het oog grotere schandalen losbarstten en al het andere nieuws verdrongen in de radio- en televisieprogramma’s waar aandeelhouders eventueel nog naar luisterden, deelde de nationale vereniging van handelaars in waardepapieren (NASD), het eigen tuchtcollege van de bedrijfstak, aan een paar werknemers van CFSD berispingen uit. Het hoofd van Global Equity Sales en dat van Institutional Sales Trading kregen elk een boete

van 200.000 dollar en een schorsing van zestig dagen. Doordat er in de afgaande markt van dat moment weinig beursintroducties waren en handelsbanken overal jumbojets vol personeel ontsloegen, was ook dit geen grote slag. Vier andere bankiers van CSFB kregen ook elk een boete van 30.000 dollar opgelegd. Een daarvan had al ontslag genomen en de andere drie waren ontslagen tegen de tijd dat de NASD met haar slappe tikje kwam.¹⁰⁷ Net als bij vroegere schikkingen met het federaal gezag had geen van de individuen zich aan enig onwettig handelen schuldig of onschuldig verklaard.

Iets dergelijks - meestal volstrekt legaal, hoe ongewenst dat ook wezen mag - deed zich herhaaldelijk voor tijdens het leeglopen van de Nasdaq-zeepbel. Bijvoorbeeld kondigden Lawrence J. Ellison, bestuursvoorzitter van de zakelijke-softwarefirma Oracle, en zijn hoofd financiële zaken Jeffrey O. Henley in december 2000 aan: ‘We bevinden ons op de goede markt, op het goede moment.’ Over hun concurrent Microsoft, die gewaarschuwd had omtrent dalende winst als gevolg van een dalende economie, zei Henley: ‘Microsoft houdt zich bezig met de technologie van gisteren.’ Daarna, in januari 2001, verdiende Ellison zo’n 900 miljoen bij de verkoop van aandelen van zijn eigen onderneming – de eerste keer dat hij dat deed in bijna vijf jaar. Tegelijk raapte Henley 31 miljoen dollar bij elkaar met de verkoop van Oracle-aandelen. Vijf weken later, in maart, zakten de aandelen Oracle 21% toen Ellison aankondigde dat de winst minder hoog zou zijn dan hij verwacht had.¹⁰⁸

Handel met voorkennis? Niet zoals het in de Verenigde Staten gedefinieerd wordt. En ook geenszins ongebruikelijk. In januari 2001 hield Joseph Nacchio, de toenmalige en in juni 2002 tot ontslag gedwongen bestuursvoorzitter van Qwest, een telefonische conferentie met beursanalisten waarin hij verzekerde dat de groei van zijn firma zou toenemen. Het hoofd financiële zaken, Robert Woodruff, stelde dat het bedrijfsresultaat in 2001 de 21 miljard te boven zou gaan. In de volgende drie maanden verkocht Nacchio 57 miljoen dollar aan bedrijfsaandelen en Woodruff 10 miljoen. In feite verdiende Nacchio in zijn laatste boekjaar als bestuursvoorzitter in totaal 101.891.000 dollar aan salaris, bonussen en winst uit aandelen.¹⁰⁹ Beiden kunnen redenen gehad hebben om het bedrijfsresultaat groter voor te stellen. Qwest was op dat moment bezig inkomsten te overdrijven en kosten te kleineren, vooral door de verkoopcijfers op te blazen met behulp van ruiltransacties met andere telecfirma’s. Dat wil zeggen dat de firma capaciteit aan andere telecomedienstverleners verkocht, en daarop precies dezelfde ruimte van de andere diensteverlener terugkocht. De zogenaamde inkomsten uit het verkoop-deel van de ruil werden onmiddellijk geboekt, maar de kosten van de koop werden uitgesmeerd over een aantal jaren. Deze neptransacties vonden plaats tussen 1999 en 2001 en beliepen ten minste 1,16 miljard dollar.¹¹⁰ In 2002 moest de

onderneming haar inkomen over die drie jaar omlaag bijstellen. Ten tijde van Nacchio's telefonische conferentie werden Qwest-aandelen voor omstreeks 40 dollar verhandeld. Op 30 juli 2002 waren ze gekelderd tot 1,20 dollar.¹¹¹

Nacchio was ook bestuursvoorzitter van KPNQwest, dat in november 1998 aangekondigd werd als joint venture van de Nederlandse telecommaschappij KPN en Qwest. Een op 13 april 1999, bij het rondkomen van de joint venture uitgegeven perscommuniqué van Qwest gaf de details: 'KPN heeft een kabelnet van 3400 kilometer, transatlantische capaciteit en kasgeld ingebracht in de onderneming. Qwest heeft de middelen bijgedragen van EUNET, een van de belangrijkste Europese commerciële internetproviders met bijna 84.000 klanten en operaties in 14 landen, transatlantische capaciteit en kasgeld.'¹¹² De joint venture kreeg zelfs nog meer cash – 805 miljoen dollar – in een *junk bond* transactie. Een perscommuniqué van Qwest meldde: 'De verkoop van het papier vertegenwoordigt de grootste euro- en nondollar-emissie ooit voltooid (340 miljoen euro), en de grootste *high-yield* [dat wil zeggen: junk] emissie door een Europese aanbieder van het vasteland.'¹¹³ Nóg meer geld werd er bij investeerders opgehaald in een beursintroductie van 1 miljard euro in november 1999.¹¹⁴ Niettemin bleef de overgrote meerderheid van het aandelenbezit bij de twee oorspronkelijke stichtende ondernemingen.

Al dit geld leverde, onder meer, een 18 landen omvattend netwerk van 25000 kilometer glasvezelkabel dat 60 steden met elkaar verbond, waarvan 14 met een streeknet.¹¹⁵

Maar niets daarvan was voldoende om genoeg bedrijfsresultaat te genereren en de schijn van succes op te houden. Dus deed KPNQwest wat Qwest had gedaan, het wendde voor het benodigde bedrijfsresultaat te hebben. In 2002 gaf het toe ook aan ruiltransacties gedaan te hebben, in 2001 voor in totaal 105,6 miljoen dollar. Dat kwam overeen met 15% van de totale inkomsten van dat jaar.¹¹⁶ Natuurlijk hadden de gemanipuleerde cijfers geholpen de aandeelhouders een rad voor ogen te draaien en hen ervan af te houden uit te stappen. Hoe waren de topmanagers van KPNQwest erin geslaagd zulke gemanipuleerde inkomstencijfers in de boeken van een Nederlandse onderneming te krijgen? Ze zijn misschien geholpen doordat KPNQwest dezelfde onafhankelijke accountant had als Enron, Arthur Andersen.¹¹⁷

Door bloot toeval liep de lock-upperiode gedurende welke er een verkoopverbod gold voor door werknemers, geassocieerde partijen of partners van KPNQwest of Qwest in de introductie van november 1999 gekochte aandelen af op 7 februari 2000, niet meer dan weken voor de Nasdaq-zeepbel zijn top bereikte.¹¹⁸ In februari 2000 bereikte de marktwaarde van KPNQwest 42 miljard euro (39,4 miljard dollar).¹¹⁹ Bij haar liquidatie in juli 2002 had KPNQwest een schuld van bijna 2,3 miljard euro (2,13 miljard dollar).¹²⁰ Zoals in het vorige

hoofdstuk gebleken is werden de activa verkocht voor niet meer dan percenten van hun oorspronkelijke waarde. Dus kwamen de insiders die hun aandelen op het hoogtepunt van de zeepbel verkochten er heel goed af, terwijl de schuldeisers en de meeste andere aandeelhouders verneukt werden.

Bij het faillissement in januari 2002 van een andere telecom-onderneming, Global Crossing, bleek dat bedrieglijke ruiltransacties binnen deze onderneming geen geheim waren. Een topmanager, Roy Olofson, was in de periode van de ruiltransacties wegens kanker onder medische behandeling geweest. Hij getuigde er op 24 september 2002 over voor een Congrescommissie, na het failliet:

‘Terwijl ik met ziekteverlof was kwam mij ter ore dat Global veel moeite had om de geplande inkomstencijfers van het eerste kwartaal te halen. Ik hoorde ook dat het er uiteindelijk in geslaagd was die cijfers te halen, deels dankzij een paar grote transacties op de valreep, waarbij Global glasvezelcapaciteit ruilde met andere servers.’

Hoe kon zo’n kennelijk wijd verspreide praktijk van gemanipuleerde inkomencijfers de horden analisten, handelaars, bankiers, accountants en vooral fondsbeheerders in Wall Street ontgaan? Dat deed het ook niet, kennelijk. Maar als fondsbeheerders, waarvan er veel gelieerd waren met zakenbanken en handelshuizen, en waarvan er sommigen kickbacks kregen van die handelaars, openlijk geconfronteerd werden met het feit dat de verkoopcijfers gemanipuleerd waren, zouden ze verplicht geweest zijn de aandelen te dumpen. Het topmanagement maakte het hun gemakkelijk door gewoon te ontkennen dat er sprake was van ruiltransacties. Olofson getuigde omtrent de *conference call* van de president-directeur met analisten en fondsbeheerders in het eerste kwartaal van 2001: ‘Tijdens die telefonische vergadering vroeg een van de analisten het management of er in dat kwartaal energie-ruiltransacties geweest waren. Ik was erg verbaasd om de bestuursvoorzitter van Global, Tom Casey, ondubbelzinnig te horen stellen dat er in dat kwartaal geen ruiltransacties waren geweest.’

Van de 25 grootste Amerikaanse ondernemingen die tussen januari 2001 en 31 juli 2001 failliet gingen, trokken directeuren en ander toppersoneel een totaal van 3,3 miljard dollar aan salarissen, aandelenverkoop en winst op aandelenopties. Bijvoorbeeld: Gary Winnock, bestuursvoorzitter van Global Crossing, incasseerde 512 miljoen dollar. Kenneth Lay, bestuursvoorzitter van Enron, streek minder dan de helft daarvan op: 247,7 miljoen dollar. Maar hij was beter af dan Jeffrey Skilling, de bestuursvoorzitter van Enron die plotseling terugtrad in juli 2001, om persoonlijke redenen die heel toevallig samenvielen met het feit dat de aandelenkoers onder een niveau dook dat het hele kaartenhuis ineen deed

storten. Skilling haalde niet meer dan 88,5 miljoen dollar binnen. Craig McCaw van XO Communications kwam er beter vanaf, die toucheerde 115,4 miljoen dollar. Scott Sullivan van WorldCom haalde de 49,4 miljoen dollar. John Sidgemore, de huidige bestuursvoorzitter van WorldCom stak 38,3 miljoen dollar in zijn zak. Voor sommigen is het nog niet zo slecht als de zaken slecht gaan.¹²¹ Als het op de goede manier in elkaar gestoken wordt ligt de verdienste voor de ontwikkelaar in het bouwen, niet in de exploitatie.

De federale Amerikaanse regering was een stille partner in deze rondpomp-operaties van zeepbelgeld, doordat de belastinginkomsten gigantisch hielpen het Amerikaanse federale begrotingstekort glad te strijken. De voorzitter van het stelsel van Amerikaanse centrale banken, Alan Greenspan, zou later uitleggen: ‘Deels op inkomstenstatistieken en andere bronnen gebaseerde schattingen doen vermoeden dat dergelijke met de aandelenmarkt verbonden inkomsten overeenkomen met niet meer dan ongeveer 15 procent van de totale individuele verdiensten in het boekjaar 1995; maar omdat ze tussen 1995 en 2000 ongeveer 25% per jaar groeiden, nemen ze meer dan éénderde van de groei aan individuele inkomsten in die periode voor hun rekening. Inkomens die rechtstreeks te maken hebben met de productie in de bredere economie – dus met lonen en salarissen, industriële en professionele inkomens, dividenden en rente-inkomsten – steeg tussen 1995 en 2000 gemiddeld 8,5% per jaar, éénderde van de groei van inkomsten uit met beursgerelateerde belastbare inkomens.’¹²²

De beursgieren incasseerden lachend hun poen en betaalden hun belastingen. De investeerders in pensioenfondsen die uiteindelijk met de aandelen in hun portefeuilles kwamen te zitten bleven er gewoon op zitten. Toen de koersen inzakten werden hun pensioenen veel minder waard. En zo werden de geldpompemde introductie-emissies en de manipulatieve ruiltransacties – deels – betaald met de spaarcenten van pensioenhouders.

Beursintroducties vormen bij lange niet de enige manier voor profiteurs om het grote geld binnen te halen. Een andere manier is die van in serie gepleegde complete overnames. De aandeelhouders van de overgenomen onderneming krijgen dan aandelen van de kopende onderneming. De managers van de overgenomen onderneming krijgen ze ook, in de vorm van aandelen-opties. De overnemende onderneming drukt er gewoon aandelen bij en verwatert daarmee de waarde van alle bestaande aandelen. Veel van de eigenaars daarvan zijn grote pensioenfondsen, zoals het fonds voor Amerikaanse universiteitsdocenten, TIAA-CREF, dat omvangrijke beleggingen had in de drie ondernemingen die ik hier kort zal beschrijven (en nog steeds heeft in één ervan, Cisco Systems). Weinig potentiële kopers maken zich voldoende druk om dat verwateren van die aandelen om ze te mijden, zolang de aandelenkoersen maar blijven stijgen, zoals tijdens het zwellen van de zeepbel. De promotors

moeten dan zeker zijn dat zij zich er zelf zo veel mogelijk van ontdoen voor de zeepbel begint leeg te lopen.

Een zo'n onderneming die aan *serial takeovers* deed was de nu failliete telecomfirma WorldCom, die haar inkomen frauduleus oppompte met wel 9 miljard dollar. Al waren er veel betrekkelijk kleine overnames, de grote betroffen onder meer Metromedia Communications, Resurgens Communications Group, IDB Communications, Williams Technology Group, MFS Communications en MCI (1998). 'De grootste transacties werden weken na elkaar afgesloten. Aantal, soort en omvang ervan droegen bij tot WorldComs problemen,' zei Dick Thornburgh, die na de faillietverklaring door de rechtbank tot curator benoemd werd.¹²³ Met iedere nieuwe grote aankoop schoot de totale omzet omhoog en bestuursvoorzitter Bernie Ebbers kondigde spectaculaire 'synergieën' aan. In feite waren de meeste van die ondernemingen nooit met elkaar geïntegreerd en bleven ze ongeveer zo functioneren als ze deden vóór de overname.¹²⁴ Op 26 september 2002 verklaarde de gewezen WorldCom-accountant David Myers zich schuldig aan effectenfraude, en gaf toe dat hij bedrijfskosten, die onmiddellijk geboekt moesten worden, had opgenomen als kapitaalkosten, die over een aantal jaren kunnen worden uitgesmeerd. Het gewezen hoofd financiën Scott Sullivan staat terecht op dezelfde aanklacht.

Tyco International is een volgende serie-overnemer. Begin 2002 bleek zij meer dan 700 overnames in de voorbije drie jaar op haar naam te hebben tegen een waarde van meer dan 8 miljard dollar, zonder er aan toegekomen te zijn die ook te melden. Deze onderneming is niet failliet, maar haar gewezen bestuursvoorzitter, L. Dennis Kozlowski, is in 2002 drie maal gedagvaard – op een New Yorkse aanklacht wegens ontduiking van overdrachtsbelasting op de aankoop van kunstvoorwerpen, wegens knoeien met bewijs in verband met de eerste aanklacht, en wegens oplichting van Tyco door middel van aandelenzwendel ten bedrage van 600 miljoen dollar.

Een derde serie-overnemer is Cisco Systems. Niemand is in staat van beschuldiging gesteld en een aanklacht wegens fraude is uitgebleven, maar tijdens de groei van de zeepbel nam Cisco Systems ruwweg om de veertien dagen een onderneming over via aandelenruil. De boekhoudmethode die daarvoor gebruikt wordt staat bekend als 'pooling'. Dat wil zeggen dat de winst van de gekochte onderneming opgeteld werd bij die van Cisco, en de verliezen idem dito. Natuurlijk zijn er geen verliezen, omdat Cisco alleen ondernemingen overnam die geen verliezen op de balans hadden, of die bezig waren het geld van hun introductie-emissie op te eten. Wat de boeken betrof had Cisco feitelijk winst gekocht en daarvoor betaald met een betaalmiddel dat het zelf drukte, de eigen aandelen. Doordat Cisco een nieuwe, naar

verondersteld werd innovatieve onderneming kocht, versterkte het de mythe van zijn eigen waarde en joeg daarmee de eigen aandelenkoers op. Toen er lucht uit de zeepbel begon te ontsnappen zakten ook Cisco's aandelen. In maart 2001 was Cisco Systems opgehouden nieuwe overnames te overwegen. 'Als er geen groei is, komen er ook geen overnames,' zei Michelangelo Volpi, de financiële topstrateeg van Cisco.¹²⁵

Hoofdstuk 4

De rijkdom van gemanipuleerde dromen

Politieke opdeling is een term die door analist Chuck Spinney bedacht is voor Pentagon-projecten.¹²⁶ De ontwikkelaars ontwerpen het project zo, dat de contracten verdeeld kunnen worden met geen ander doel voor ogen dan zodanige politieke steun te verwerven dat het door kan gaan. Contracten worden gegund in voldoende congres-districten en staten om een stemmenmeerderheid te krijgen in het Huis van Volksvertegenwoordigers en in de Senaat. In de praktijk betekent dat, dat de belangrijkste bouwcontracten worden ondergebracht in de districten of staten van de sleutelfiguren in de bevoegde commissies.

Zo is het geprojecteerde product niet noodzakelijk ontworpen om goed te functioneren, maar wél om in het voordeel te werken van een veelheid van aannemers. Als het eindproduct werkt zoals de bedenkers van het project beweerd hebben, dan is dat mooi. Zo niet, dan hebben de leveranciers hun geld gekregen, de arbeidsbureau's hun arbeidsplaatsen, de politici hun politieke steun en verkiezingsbijdragen, en is de belastingbetalers nog eens ingepeperd dat zij de Barberties zijn die moeten hangen.

Omdat het project ontworpen is met andere doeleinden dan technisch succes, neemt het technisch risico uiteraard toe. Maar bij *costplus*-contracten, of bij de juiste structurering van de deal, wordt het gehele risico verlegd naar anderen – belastingbetalers, aandeelhouders en gebruikers. Zoals besproken in *De bodemloze put* vormt het flight-controlsysteem van de Eurofighter een treffend voorbeeld van hoe politieke verdeling werkt bij Europese projecten. Het belangrijke punt was het werk aan dit hightech software-project over de deelnemende landen precies te verdelen naar de aantallen vliegtuigen die ze uiteindelijk zouden aanschaffen. Of de leveranciers feitelijk iets afwisten van de productie van het betreffende, uiterst essentiële onderdeel van het vliegtuig – het automatische besturingssysteem – dat kwam pas in tweede instantie aan de orde. In feite was gebrek aan kennis een belangrijke motivatie; contractanten konden de kennis uit subcontractanten wringen en zo kennis verwerven die later zou kunnen worden toegepast in civiele projecten. Dat was het geval ondanks het feit dat het uitzonderlijk ingewikkelde besturingssysteem met de uiterste zorg geschreven diende te worden – de complexiteit zou kunnen uitmonden in onvoorziene, maar catastrofale gevolgen, kortom neerstortende vliegtuigen.

Het ineenstorten van Enron was een regelrecht gevolg van de politieke opdeling van de markt waarop het opereerde, de handel in energie. Het vrijgeven van de Amerikaanse groothandel in energie was overduidelijk een voorbeeld van politieke opdeling, even corrupt

als de ergste wapenprojecten van het Pentagon. Zonder een politiek opgedeelde, geliberaliseerde markt, had Enron nooit de geweldige macht op de beurs kunnen worden die het was. Zodra de energiemarkt als gevolg van de misbruiken van Enron en andere energieleveranciers weer onder toezicht was gebracht, stortte Enrons beurskoers in en ging de onderneming failliet.

Joseph Bernardino, hoofd van het accountantshuis Arthur Andersen, noemde dat voornamelijk als argument in een hoorzitting van het Congres. In een poging de schuld van zijn veelverguisde firma naar Enron te verleggen, zei hij: ‘Dit is een onderneming waarvan het *business model* gefaald heeft. De boekhouding geeft de uitkomsten van de zakelijke activiteiten weer. En de manier waarop dit gebeuren in de boeken is weergegeven was duidelijk voor management en bestuur, zij het wat minder gedetailleerd in de Raad van Bestuur.’¹²⁷

Merkwaardig genoeg was de politieke opdeling van de energiemarkt tot stand gebracht door twee echtgenoten, beiden econoom, en beiden werkend op strategische plaatsen, de een in een controlecommissie, de ander in de Amerikaanse Senaat, die het hun mogelijk maakten de zaak tot stand te brengen. Beiden bedienden zich van soortgelijke, heimelijke tactieken tijdens twee verschillende perioden van politieke chaos. Beiden verdienden heel mooi aan hun bemoeienissen.

Dr. Wendy Gramm was voorzitter van de toezichthouder op termijnmarkten CFTC (Commodity Futures Trading Commission) van februari 1988 tot 20 januari 1993. Ze was benoemd door de toenmalige president Ronald Reagan en gaf haar voorzitterschap op op de dag dat Bill Clinton ingezworen werd als president van de Verenigde Staten. Het voorzitterschap was een politieke functie en zou dus onvermijdelijk gewisseld zijn met de nieuwe Democratische regering.

Op schriftelijk verzoek van Enron, kracht bijgezet door acht andere energiebedrijven, joeg Wendy Gramm er een wijziging van de regelgeving door waardoor overeenkomsten met betrekking tot de termijnhandel in energie vrijgegeven werden. Daarmee verdween de verplichting dergelijke contracten te melden aan een federale instantie. Feitelijk zou de inhoud van die contracten geheim worden.¹²⁸ Het was een controversiële wijziging, maar Gramm ramde hem erdoor op de valreep van haar ambtsperiode, een week na Clintons verkiezingszege, maar vóór zijn ambtsaanvaarding. Dat is een periode van ‘interregnum’, waarin men uit respect voor de aankomende president grote veranderingen in regel- of wetgeving nalaat.

De CFTC omvatte nominaal vijf leden, maar nu, op het eind van een presidentiële ambtstermijn, waren er twee vacatures die voorlopig onvervuld bleven. De twee andere commissieleden waren aangesteld door Bush (senior). Gramm verraste hen door met deze wijziging te komen én door niet de gebruikelijke termijn van ruim een jaar voor openbare bespreking aan te houden. De wijziging kreeg haar beslag in minder dan twee maanden. Zelfs nu stemde een van de twee door Bush aangestelde commissieleden tegen de deregulering. Dit commissielid, Sheila Blair, zei dat deze wijziging ‘een gevaarlijk precedent’ betekende.¹²⁹ Een jaar later drong de Amerikaanse algemene rekenkamer er bij het Congres op aan het toezicht op derivaat-overeenkomsten te versterken.

Enron verdiende dik. Met de inhoud van onzichtbaar geworden termijn-overeenkomsten, schoot de omzet van de divisie voor energie-termijnhandel omhoog van 4,7 miljard dollar in 1992 naar 6,1 miljard in 1993. Een groei van 30%, driemaal de toename van 1991 naar 1992. Enron had zich nu gevestigd als de belangrijkste handelaar op de energie-termijnmarkt.

Ook de Republikeinse Partij won erbij, zij ontving driekwart van de 5,3 miljoen dollar aan campagnebijdragen die Enron in de periode 1989-2000 betaald heeft.

Wendy Gramm werd er eveneens beter van. Vijf weken nadat ze uit de CFTC gestapt was, benoemde Enrons topman Kenneth Lay haar in de Raad van Bestuur van Enron, waar ze zitting nam in de verificatiecommissie. Na het faillissement van de onderneming deels als gevolg van boekhoudschandalen zou een onderzoekscommissie van de Senaat vaststellen dat bestuursleden, waaronder Wendy, gemiddeld 350.000 dollar per jaar hadden geïncasseerd aan salarissen, presentiegelden, opties en andere emolumenten. De door Ralph Nader opgerichte nongouvernementele organisatie Public Citizen schat haar inkomen uit deze aanstelling iets lager, met een totale beloning plus inkomen uit aandelen van tussen de 915.000 en 1.850.000 dollar over de jaren 1993 tot en met 2001.¹³⁰ Zelfs het laagste van die twee bedragen is nog ruim bemeten voor een parttime-betrekking en lijkt evident te zijn toegekend als beloning voor op verzoek van de onderneming verleende overheidsdiensten.

In december 1998 verkocht Wendy Gramm 276.912 dollar aan opties. Dagen later liet ze Enron weten dat haar echtgenoot Phil bezig was de opheffing van bepaalde federale energiereguleringen te propageren. Dat deed ze omdat Senaatsreglementen haar en haar echtgenoot verboden aandelen te bezitten van ondernemingen die voordeel zouden kunnen trekken uit door een senator gepropageerde wetgeving. Dus annuleerde Enron al haar uitstaande opties en verving die door ‘een extra-vergoeding voor verleende diensten’ van 117.000 dollar, uit te betalen over een periode van vier jaar. En de haar toekomende jaarlijkse

opties die Enron alle leden van het bestuur gaf? Enron berekende de waarde daarvan en stortte die in een speciaal, jaarlijks dividend uitkerende rekening met uitgestelde belastingafdracht. In 1999 ontving ze zo 80.000 dollar. De jaaropgave van Enron aan de SEC over 2000 specificceert niet hoeveel de onderneming naar Wendy's *special account* gesluisd heeft.¹³¹

Haar echtgenoot Phil Gramm, senator voor Texas, verdiende extra bovenop het geld dat naar zijn vrouw stroomde. Aan bijdragen voor politieke campagnes ontving hij meer geld van Enron dan wie ook, afgezien van de andere senator voor Texas, de republikein Kay Bailey Hutchison. Gramm harkte van 1989 tot 2000 97.350 dollar naar binnen.¹³² Daarbovenop was Enrons raadsvoorzitter Kenneth Lay ook nog de regionale leider van Gramms presidentscampagne. De senator had kortom een echtgenote in de Raad van Bestuur, de bestuursvoorzitter als een van de leiders van zijn campagne, en was ook nog een van de twee grootste ontvangers van Enrons geld.

Nu zijn vrouw Wendy de contracten zelf al gedereguleerd had, ging senator Gramm ertoe over het andere deel van hun markt politiek op te delen; hij zorgde ervoor dat het verhandelen van opties zelf vrij zou worden van overheidstoezicht.

Enron wilde een dochtermaatschappij stichten voor de groothandel in aardgas en elektriciteit zonder de termen waaronder dat gebeurde aan overheidscontroleurs te hoeven melden. Op dat moment ging de groothandel in elektriciteit via gereguleerde markten, zoals de Newyorkse koopmansbeurs, waar prijs en hoeveelheid genoteerd werden. Op een gedereguleerde markt zouden Enron, noch enige andere onderneming, hoeven te onthullen hoeveel ze verhandelden.

Denk aan het eerder in dit boek besproken anticrashteam, dat ook bekend staat als de presidentiële werkgroep voor financiële markten. In 1999 en 2000 waren de leden daarvan benoemd door de democratische president Bill Clinton, ook William Rainer, degene die Wendy Gramm was opgevolgd als voorzitter van de CFTC, Lawrence Summers, de minister van Financiën, en Arthur Levitt, de SEC-voorzitter. Hoewel geen outsider weet hoe vaak de werkgroep ingrijpt op de effectenbeurs, weten we wel van sommige adviezen die bedoeld zijn om beurscrashes op de aandelen- en de koopmansbeurs te voorkomen. Zo kwam de werkgroep juist in november 1999 met een rapport over de deregulering van de elektriciteits- en energiemarkt – ze waren radicaal tegen, vanwege de gigantische mogelijkheid van misbruik. De werkgroep stelde: ‘als gevolg van de kenmerken van markten voor niet-financiële waren met beperkte beschikbaarheid ... beveelt de werkgroep unaniem aan dat de ontheffing van registratie zich niet zal uitstrekken tot overeenkomsten met betrekking tot dergelijke waren.’¹³³ Met andere woorden: houd de registratieplicht in stand.

Maar Enron wenste deregulering. En senator Gramm evenzo. Hij was een van de initiatiefnemers voor een wet om energieleveranciers als Enron te onttrekken aan de jurisdictie van de CFTC en aan het werkingsgebied van de wet op de goederenhandel, de Commodity Exchange Act. Gramms wet bracht het niet eens tot een commissiebehandeling, zo controversieel was hij. Terwijl commissiebehandelingen in de Senaat een bijna universeel toegepast middel zijn om extreem controversiële wetsvoorstellen behandeld te krijgen.

Toch vond Gramm een manier. Na de omstreden presidentsverkiezing van 2000, precies drie dagen nadat het Hooggerechtshof ten gunste van Bush besloot en de nieuwsmedia daardoor in beslag genomen werden, aanvaardde het halfslapende congres een toewijzingswet. Gramm diende samen met anderen zijn wet onder een nieuw nummer in als een amendement op deze wet. De geweldig controversiële wet werd nu aangehaakt aan de toewijzingswet, zonder hoorzittingen in Gramms commissie voor het bankverkeer, en zonder openbare beraadslaging. Een soortgelijke truc, met dezelfde wisseling van nummers, werd uitgethaald in het huis van Volksvertegenwoordigers. President Clinton contrasigneerde de wet op 21 december. Enron was nu op federal niveau van zijn registratieplicht bevrijd, vrijwel zonder dat iemand het opmerkte.¹³⁴

Californië had de elektriciteitsmarkt voor institutionele verbruikers (dat wil zeggen nutsbedrijven) al in 1996 gedereguleerd, met een extreem ingewikkelde wet die in drie weken door het Californische parlement gejaagd was. Een heel slecht stuk wetgeving dat zelfs zonder de Federale liberalisering van de energiemarkt gigantische prijsverhogingen van de elektriciteit zou hebben opgeleverd, en daarmee onvermijdelijk een vorm van energiecrisis. Een paar gemeentelijke elektriciteitsbedrijven in Californië deden niet mee aan de deregulering, bijvoorbeeld het bedrijf dat elektriciteit leverde aan de meeste inwoners van Los Angeles. Daar deed zich geen energiecrisis voor en golden er ook geen verlamme tariefsverhogingen. Hun afnemers keken met verbijstering naar de door politieke opdeling veroorzaakte energiecrisis die rondom hen uitbrak.

De Californische dereguleringswet gaat het kader van dit boek te buiten, maar één van de vele controversiële trekken ervan moet toch vermeld worden. Krachtens één van de bepalingen ervan verkochten de meeste Californische nutsbedrijven hun in de staat gelocaliseerde energiecentrales aan eigenaren van buiten. Daarna sloten die nieuwe eigenaren, niet gehinderd door binnenstatelijke regels, een excessief aantal Californische centrales om 'ononthulde redenen'. De overgebleven centrales konden toen veel hogere tarieven rekenen. In augustus 2000, een maand waarin in een groot deel van Californië airconditioning-apparaten veel en intensief gebruikt worden, meldde het *Wall Street Journal* dat er 461%

meer elektriciteitscapaciteit afgesloten was om niet onthulde redenen dan in dezelfde maand in 1999.¹³⁵ Eén onderneming, Williams uit Oklahoma, werd door de federale energielcommissie (FERC) voor tientallen miljoenen dollars beboet, wegens het opzettelijk stilleggen van een centrale, waarna zij de tarieven twaalf maal zo hoog konden opvijzelen in een andere, naburige centrale.¹³⁶

Dit soort toestanden samen met de federale deregulering gaf energieleveranciers als Enron de ruimte om heel reële ellende aan te richten. Dat hebben ze maximaal uitgebuit.

Het vroegere hoofd van Enrons dochtermaatschappij aan de Amerikaanse Westkust, West Power, onderdeel van de energiehandelsmaatschappij van Enron, Enron North America (ENA), heeft zich er voor een federaal gerechtshof deels al schuldig aan verklaard.

Op 17 oktober 2002 heeft Tim Belden toegegeven schuldig te zijn aan telefoonfraude – de telefoonlijnen gebruikt te hebben om fraude te plegen - en erin toegestemd tegen strafvermindering met het openbaar ministerie mee te werken. Een van de manipulaties waaraan hij zich schuldig heeft verklaard, stond bekend als ‘ricochet-handel’: koop elektriciteit in Californië, waar staatsregelingen de elektriciteitstarieven aan een maximum bonden, verkoop die aan een buiten de staat gevestigd filiaal, en verkoop die vervolgens gigantisch veel duurder terug naar Californische nutsbedrijven.¹³⁷ ‘Dat deed ik omdat ik probeerde maximale winst voor Enron te behalen,’ zei Belden tegen de rechter.¹³⁸

Ondanks de deregulering op het niveau van de groothandel waren ondernemingen als het Noord-Californische PG&E nog steeds gebonden wat betreft de tarieven die ze hun klanten konden rekenen. PG&E moest elektriciteit kopen tegen gigantisch hoge prijzen en aan zijn klanten leveren voor minder dan het ervoor betaald had. De onderneming ging failliet.

Maar Enron, Duke Power, Dynegy, Williams en de andere energieleveranciers liepen grootscheeps binnen door beperking van het aanbod en andere, hoogst bedenkelijke praktijken. Eén onderneming, West Coast Power, een joint venture van Xcel uit Minneapolis en Dynegy, uit Houston, zag haar winst omhoog springen van 29 miljoen dollar in 1999 naar 245 miljoen in 2000. Dynegy’s winst steeg in die zelfde periode van 152 miljoen dollar naar 501 miljoen. Williams ging van 221 miljoen dollar naar 524 miljoen. Duke van 847 naar 1776 miljoen. Enron steeg daarentegen slechts van 893 naar 979 miljoen dollar.¹³⁹

Waarom was het resultaat van Enron zo gering, vergeleken met de andere dubieuze ondernemingen? Het antwoord is, in laatste instantie, de beurs. Energieleveranciers werden daar op zich niet heel hoog geschat, vanwege hun zeer wisselvallige bedrijfsresultaten. Dus kwam de toenmalige bestuursvoorzitter van Enron, Jeffrey Skilling, met een idee om de koers van de aandelen op te krikken. Zijn idee was: de verkoop van energie plus bijkomende

diensten aan ondernemingen. In 1997 zette hij een nieuwe divisie op, EES. Zijn opzet was dat EES langetermijn-contracten met ondernemingen moest afsluiten. De constante inkomsten uit deze contracten zouden de inkomstenstroom egaliseren, wat het juiste beeld zou opleveren om hoge waarderingen van beursanalisten te krijgen.

Ongelukkigerwijs was de nieuwe divisie bespottelijk onrendabel. EES moest aantrekkelijke tarieven aanbieden om van bedrijven contracten los te krijgen. Het sloot bijvoorbeeld een contract met Polaroid dat Enron tien jaar lang alle blauwboordenwerknemers zou leveren voor het bedienen van ketels en koelsystemen. Maar er was in het contract niets voorzien voor loonsverhogingen voor die arbeiders gedurende die tien jaar, zelfs geen inflatiecorrectie.¹⁴⁰ Enron zou natuurlijk die verhogingen voor zijn rekening moeten nemen en uiteraard zou dat de winst verkleinen die de overeenkomst eventueel had kunnen opleveren. ‘Ze wisten wel hoe ze hier een product moesten verkopen, maar niet hoe ze een onderneming moesten runnen,’ zei een vroegere EES-manager.¹⁴¹

Om beursanalisten te laten zien dat deze overeenkomsten winstgevend waren, gebruikte Enron een dubieuze boekhoudmethode die bekend staat als ‘mark-to-market’. Dat betekende dat de totale geschatte opbrengst van het contract met een bepaalde zakenklant in een bepaald kwartaal geboekt werd en de uitgaven uitgesmeerd over vele jaren. Bij iedere transactie kregen de verkopers dan een eenmalige, enorm grote, contante provisie op basis van jaren beweerde inkomsten. Gewezen EES-directeur Glenn Dickson zei: ‘Alles was ingesteld op verkoop. Ze kregen gigantische provisies uitbetaald voor gruwelijke overeenkomsten zonder enige verantwoordelijkheid voor hoe die later uitgevoerd moesten worden.’¹⁴²

Omdat de EES door bestuursvoorzitter Jeffrey Skilling was gepropageerd was het administratieve personeel weinig geneigd tegen deze absurde contracten te protesteren. De commerciële staf had rechtstreeks contact met topfunctionarissen van de onderneming, en de verkoopstaf kon een beslissende rol spelen in evaluatiecommissies. Eerlijke beoordelaars van deze contracten uit de verwerkende diensten konden zich gedwongen zien naar een nieuwe baan om te zien.¹⁴³

Uiteraard veroorzaakten dergelijke ongunstige contracten gigantische verliezen. Oorspronkelijk werden die verdoezeld doordat de cijfers van EES in de boeken van Enron gemengd werden met die van ENA (de energiegroothandel).¹⁴⁴ Een Senaatsrapport verduidelijkt: ‘Voorjaar 2001 had Enron aanzienlijke verliezen moeten vermelden op deze overeenkomsten als het niet de activiteiten van EES vermengd had met die van Enrons verkoop aan nutsbedrijven [ENA], waarmee deze verliezen uit het oog verdwenen tussen de

aanzienlijk betere cijfers van die divisie en de overblijvende delen van EES winstgevend leken.¹⁴⁵

Knoeien in de boeken was een noodzakelijk, zij het ironisch uitvloeisel van Enrons eigen basisstrategie van opereren op een corrupte, politiek opgedeelde markt. In Beldens eigen schuldigverklaring werd de ware opbrengst van ENA's operatie aan de Amerikaanse westkust genoemd. Die bracht 50 miljoen dollar in in 1999, 500 miljoen in 2000 en 800 miljoen in 2001.¹⁴⁶ [In de eerste zes maanden van 2001, na een federale deregulering die inging op 21 december 2000, haalde ENA zelf 97 miljard dollar binnen, 350% meer dan in eenzelfde periode in 2000.]¹⁴⁷ ENA verdiende het geld en EES verloor het – nog steeds om de inkomsten van ENA glad te trekken! In augustus 2001 schreef een verkoopmanager, Margaret Ceconi, de toenmalige bestuursvoorzitter Ken Lay: ‘Alles bij elkaar verliest EES meer dan 500 miljoen dollar en probeert dat weg te moffelen in de groothandel.’ Met ‘groothandel’ duiden ze op ENA.¹⁴⁸

Dat de contracten van EES klinken als typische Pentagon over-de-balk-gooi-overeenkomsten, waar al het geld verdiend werd met het bouwen en niet in het beheren, maakt het misschien passend dat de vicevoorzitter van de raad van Commissarissen van EES in deze periode de gewezen landmacht brigade-generaal Thomas White was. (Voorzitter gedurende het grootste deel van EES' bestaan was Lou L. Pai. In zijn laatste drie jaar bij de onderneming verkocht Pai meer aandelen Enron dan alle andere bestuurders, en haalde hij daarmee 353 miljoen dollar binnen.)¹⁴⁹

Toen George W. Bush (junior) Thomas White benoemde als zijn nieuwe minister voor de strijdkrachten, stelde Phil Gramm, Enrons aangetrouwde senator, White voor aan de senaatscommissie voor de strijdkrachten met de woorden: ‘Tom White is een van de meest vooraanstaande managers in het Amerikaanse zakenleven.’¹⁵⁰

EES, met zijn bedrieglijke *mark-to-market* boekhouding, was opgezet om de gevolgen te verdoezelen van het opereren in een onbetrouwbare, politiek verdeelde markt, maar het failliet van Enron en dat van een aantal andere in energie handelende maatschappijen was er ten dele ook het gevolg van dat Enron en de andere ondernemingen in financiële moeilijkheden terecht gekomen waren, die opnieuw door hun eigen politieke opdeling van de markt veroorzaakt waren. Bij afwezigheid van beperkingen op deze markt trokken ze hun slachtoffers het vel zo heftig over de neus dat die wat al te hard schreeuwden.

Halverwege 2001 was de energiesituatie in Californië een nationaal schandaal geworden en het federaal controle-orgaan FERC stond zo onder politieke druk dat het onmogelijk was nog af te zien van prijsmaatregelen voor de groothandel. Op 19 juni 2001

kwamen die er voor de complete markt van westelijke staten. De locoprijs voor elektriciteit zakte vrijwel onmiddellijk met meer dan 80%.¹⁵¹ Niet alleen had de kleinhandelsafdeling EES onvoordelige contracten afgesloten, dat gold nu plotseling ook voor de ENA. Die had langlopende contracten afgesloten om elektriciteit te kopen tegen de geldende woekerprijzen. Maar na de prijsmaatregel kon ze die alleen nog met gigantisch verlies verkopen. Dat was de reden waarom het aandeel Enron plotseling onder een drempelkoers dook waar beneden kredietfaciliteiten wegvielen en het hele Enron-kaartenhuis begon in te storten. Bestuursvoorzitter Jeffrey Skilling nam ontslag op de dag dat de koers onder de drempelwaarde terechtkwam.

Ironisch genoeg had Skilling kort voor zijn ontslag op een conferentie in Las Vegas grappenderwijs gezegd: ‘Wat is het verschil tussen Californië en de Titanic? Toen de Titanic zonk deden de lichten het tenminste nog.’¹⁵²

Politieke opdeling van markten werkt zelfs voor de uitvoerders ervan niet altijd uit zoals publiekelijk gesteld de bedoeling was. Dat geldt ook voor C-17s, Star Wars junior en alle andere corrupte wapenprojecten van het Pentagon.

Als ‘vrije’ markten duidelijk niet werken, zoals bij Enron en de handel in energie, claimen de voorvechters ervan altijd dat dit komt doordat de vrije markt niet naar behoren gepraktiseerd wordt. Met fiasco’s als de handel in energie klopt dat overduidelijk. Maar had het wel correct gedaan kunnen worden? Misschien, maar wie weet dat? Het punt is nu juist dat de vrije markt niet naar behoren kon functioneren, zoals ook het socialisme in de Sovjet-Unie niet kon functioneren. Maar toevallig hebben de gieren, of dat nu was op de gedereguleerde Amerikaanse energiemarkt of in de vroegere Sovjet-Unie, in de periode dat de economie fundamenteel gemanipuleerd was, heel goed geboerd. Als de vrije markt niet functioneert zoals gepropageerd, is de reden daarvoor precies dezelfde als toen het socialisme niet werkte zoals gepropageerd; een voldoende aantal van degenen die poseren als voorvechters kan het in werkelijkheid niet schelen, die willen alleen de waarde afromen die hij creëert. Daarom werken de meeste politiek opgedeelde project niet naar behoren – ze zijn nooit bedoeld geweest om ook maar enigszins optimaal te functioneren, het enige doel waartoe ze werkelijk ontworpen zijn is hun ontwikkelaars winst te bezorgen.

Hoofdstuk 5

Leveranciersdromen

De hoogdravende economische term voor een bepaalde vorm van leveranciers-dominantie is *informatie-asymmetrie*. Het klassieke voorbeeld daarvan is wat er gebeurt als je je auto voor reparatie naar een garage brengt. Behalve als je genoeg weet over hoe die auto werkt, ben je volkomen overgeleverd aan genade van de monteur. Zoals ik heb besproken in *De bodemloze put*, zijn ondernemingen in sterk door de overheid gereguleerde bedrijfstakken wellicht niet altijd in staat de voordelen van leveranciers-dominantie te plukken. De Franse atoomindustrie is daar een goed voorbeeld van. Maar grote Amerikaanse hightechprojecten zoals de Hubble Telescoop of onverschillig welk Amerikaans bewapeningsproject lopen bijna altijd schade op door leveranciersdominantie. De overheidsfunctionarissen die voor de koop verantwoordelijk zijn, kunnen of willen geen algemeen overzicht geven. Het Eurofighterproject, waar Engeland, Duitsland, Italië en Spanje bij betrokken zijn, heeft er enorme schade van opgelopen.

Binnen de context van een onderneming weten de insiders altijd meer over alles dan buitenstaanders, zoals de aandeelhouders. De managers zijn, naar het heet, ondergeschikt aan de aandeelhouders, maar in feite zijn ze hun verre de baas. Er zijn een aantal voorbeelden van deze informatie-asymmetrie te noemen en een paar komen er in dit boek ter sprake: incorrecte rapportage als gevolg van belangenvervlechting bij de onafhankelijke accountants (zie daarvoor een later hoofdstuk); het alleen vermelden van goed nieuws door de effectenhandelaars en het grootste deel van de financiële pers; en aandelen-opties, die zo dikwijls voorwerp zijn geweest van zo ruim in de media besproken knoeierijen dat ik daar verder kort over kan zijn. Hier wil ik me concentreren op een vorm van leveranciers-dominantie die veel verder gaat dan het betrekkelijke huis-tuin-en-keukenfenomeen van informatie-asymmetrie.

Dat is wat we de *Big Store* leveranciersdominantie zouden kunnen noemen, de soort die opgeld doet bij de leverancierscontracten voor het Pentagon, bestond bij de Eurotunnel, en de kern vormt van de meeste recente WallStreetschandalen.

Wat is een ‘Big Store’? In Amerikaanse zwendelaffaires in de jaren negentientwintig, -dertig, -veertig en -vijftig, beroemd geworden door de korte verhalen van journalist Damon Runyon, verwees die term naar een namaak illegale goktent voor paardenraces. Hoewel iedereen die er zich bevond ofwel een werknemer van het huis of een gokker leek, werkte in feite *iedereen* er voor het huis, met uitzondering van het vermogende slachtoffer. Precies zo

werkte veel van de Nasdaq-zeepbel – en functioneert een groot deel van de Amerikaanse beurzen nog steeds.

Iemand, een privé-persoon, besluit aandelen te kopen van onderneming X, en doet dat ook, via een groot handelshuis. Tot deze keus is hij verleid door lezing van een artikel in de financiële pers of door een van de miljarden beurspropagandaprogramma's op de televisie. Het artikel of het programma was geïnspireerd door een voor een handelshuis werkende beursanalist, die schreef dat het aandeel een fantastische toekomst had. De analist werkte voor de handelaar waar het individu de aandelen heeft aangeschaft. Hetzelfde handelshuis verzorgt, als zakenbank, aandelen-emissies en regelt overnames voor dezelfde onderneming X, waarmee zij veel geld van onderneming X binnenhaalt. De handels-analist wordt dik betaald als hij gunstige verhalen vertelt over onderneming X, of ze waar zijn of niet. Als hij ongunstige verhalen vertelt wordt hij ontslagen. Echter, het aandeel daalt en het handelshuis koopt in zijn officiële positie als marketmaker op de Nasdaq de aandelen in kwestie aan om de koers te steunen en het publiek de indruk te geven dat er reële kopers voor zijn. Sommige ondernemingen kunnen wel tot 50 marketmakers hebben. Die kunnen dus onder elkaar handelen en de indruk geven dat er een reële markt is. Het is alsof er een aantal Big Stores in de stad zijn, die elkaar helpen. 'Maar daar maakt de politie dan toch een eind aan,' protesteert de ongelukkige belegger. De politie, belichaamd in het in de inleiding besproken anticrashteam, bevat echter óf degenen die de market makers dat hebben opgedragen, óf kijkt de andere kant uit. Hierin worden de market makers geholpen door een andere afdeling van hetzelfde handelshuis, waar pensioenfondsen worden beheerd voor particuliere ondernemingen zoals onderneming X. Andere pensioenfondsen, die door dezelfde firma beheerd worden, kopen ook aandelen van onderneming X. De pensioenfondsbeheerders zijn verantwoording verschuldigd aan de firma, die het grootste deel van haar inkomsten krijgt voor haar functioneren als zakenbank voor onderneming X en andere ondernemingen in de pensioenfonds-portefeuille. Als onze arme belegger zijn pensioen heeft ondergebracht in dat pensioenfonds heeft hij opnieuw met hetzelfde handelshuis te maken, maar zonder het zelfs maar te weten. (Als onze arme belegger er oorspronkelijk voor gekozen had om zich in te kopen in een beleggingsfonds dat door dezelfde firma beheerd wordt, dan zou hij opnieuw eigenaar van aandelen X zijn.) Onze arme, en steeds maar nog weer armere particuliere belegger zoekt soelaas en vertrouwen bij een organisatie waarvan hij 'weet' dat die onafhankelijk is, de kredietbeoordelaars als Standard & Poor's of Moody's. Die geven aan hoe kredietwaardig onderneming X is. Wat hij zich niet realiseert is dat ook die door onderneming X betaald worden om onderneming X te beoordelen. En dat niet alleen, maar

onderneming X is eigenlijk hun enige bron van informatie over onderneming X. ‘De indicering is uiteindelijk afhankelijk van informatie die de emittent van de aandelen heeft verschaft,’ getuigde de zakelijk directeur van Standard & Poor’s nadat het Enronschandaal was losgebarsten.¹⁵³ Onze steeds armer wordende investeerder besluit de door accountants goedgekeurde financiële stukken van onderneming X te bestuderen. Na het Enronschandaal heeft hij gehoord dat ‘onafhankelijke’ accountants niet langer ook nog bepaalde soorten adviezen aan onderneming X geven. Dus is de belangenvervlechting bij de accountants verminderd, denkt hij. Opnieuw, mis! De accountants bij onderneming X worden betaald door onderneming X. Dat kan miljoenen dollar per jaar belopen, geld genoeg voor een stevig belangenconflict. Dan zakt de beurs dramatisch in. Maar plotseling beginnen de aandelen X te stijgen. Onze arme investeerder schept moed. Hij verkoopt niet, wat nog wat van zijn geld redden zou, omdat hij denkt dat hij, als hij nog wacht, alles nog terug zal krijgen. Maar wie koopt de aandelen X? Onderneming X! Het topmanagement kondigt een terugkoopprogramma aan. De aandelen worden gekocht met de winst van de onderneming, of misschien met contant geld dat afkomstig is van een wat eerder rondgekomen overname met aandelenruil van een andere onderneming met liquide middelen, misschien uit een door hetzelfde handelshuis georganiseerde beursintroductie. Dat is precies wat er gebeurde toen de Amerikaanse beurzen weer openden na de terroristische aanval op 11 september 2001. Federale regelgevers hieven toen een regel op die terugkoop van aandelen op de open markt verbood als het gedaan werd door ondernemingen die hun eigen aandelen gebruikt hadden om in serie overnames te financieren en vervolgens de financiële resultaten van van de overgenomen onderneming samengevoegd met de eigen resultaten. Sommige van de meest prominente onder dergelijke ondernemingen kondigden onmiddellijk de terugkoop van hun eigen aandelen aan. En wie verkoopt die in dat geval? In veel gevallen het topmanagement van onderneming X. Die hebben opties op aandelen gekregen, of domweg schenkingen van aandelen, en op enig moment kunnen ze die op de markt gooien. De leveranciersdominantie komt zo niet zozeer neer op informatie-asymmetrie alswel op een volledig gemanipuleerd spel – een Big Store.

Natuurlijk is deze schets van grootscheepse leveranciersdominantie een beetje een oversimplificatie. Onze particuliere belegger had bijvoorbeeld kunnen beginnen te kopen via een *discount-broker*. Hij had aandelen kunnen kopen die niet in al die portefeuilles zat, enzovoort. Maar denk maar eens aan de geweldige aantallen slachtoffers die precies beantwoorden aan het patroon dat ik hier heb beschreven. Allen tezamen vormden ze genoeg massa om de markt in beweging te brengen en de zeepbel te veroorzaken.

In *De bodemloze put* heb ik uiteengezet wat ik toen zag als het ultieme voorbeeld van Big Store leveranciersdominantie – de Eurotunnel. De Engelse en de Franse regering gunden de bouwconcessie voor die tunnel aan een consortium van 10 bouwfirma's, vijf Engels, vijf Frans, en een paar Engelse en Franse banken. De concessionarissen vormden vervolgens de onderneming Eurotunnel, waarvan de aandelen later aan het publiek verkocht zouden worden. Vrijwel alle topposities, en ook banen op lagere niveau's, bij Eurotunnel werden bezet door handlangers van de ondernemingen die de concessie kregen. Precies dezelfde mensen zaten daarna aan de 'onderhandelings'tafel om met de concessiehoudende bouwondernemingen en de concessiehoudende banken de contracten te regelen krachtens welke de tunnel gegraven zou worden en uitgerust met alles wat er nodig was om hem te laten functioneren. Zo zaten mensen van de ondernemingen aan wie de concessie gegund was dus *letterlijk* bij deze onderhandelingen aan beide kanten van de tafel. Uiteindelijk verdienden de banken en de aanemers die de concessie gekregen hadden eraan, maar de onderneming, Eurotunnel, die deze bouwcontracten betalen moest, leed merkwaardig genoeg gigantische verliezen. Feitelijk ging al het geld van de investeerders als rente en provisie naar de concessiehoudende banken. De concessiehoudende bouwondernemingen staken geweldige bedragen in hun zak. De insiders verrijkten zich dus als Ali Baba, voornamelijk met het geld van de beleggers. Maar de buitenstaanders, de beleggers die hun spaarpennings in aandelen Eurotunnel staken, raakten vrijwel alles kwijt. Bij een veelheid van Pentagonprojecten vermoedt men dikwijls dat functionarissen van de leveranciers feitelijk bij onderhandelingen met het Pentagon aan beide zijden van de tafel zitten – maar dan illegaal. In het geval van de Eurotunnel was het echter volstrekt legaal en niets ervan werd voor de beleggers verborgen gehouden. In feite werd het naar voren gebracht als één van de *selling points* op grond waarvan ze zouden moeten investeren; de lui van de onderneming wisten *werkelijk* wat ze deden. Gezien de hoeveelheid geld die vervolgens in de kassa's van de concessiehoudende bouwondernemingen en banken stroomde, leek de gang van zaken dat ook te bevestigen.

Enron-functionarissen flikten hetzelfde nog een keer. Het is bijna alsof ze Nederlands (of Frans, waarin mijn boek ook verscheen) konden lezen. Waarschijnlijker is het dat hun bankiers, juristen en accountants uit de eerste hand geïnspireerd werden door het verhaal van de Eurotunnel, een proefrun van de Nasdaq-zeepbel en alle ermee verbonden misbruiken.

De Enron-versie van Big Store leveranciers-dominantie begon in 1999. Dat jaar, en opnieuw in 2000, stond Enrons Raad van Bestuur hun financiële topman Andrew Fastow dispensatie toe van wat misschien de belangrijkste beperkende bedrijfsregel was op zijn doen en laten. Dat was de morele bedrijfscode die werknemers van Enron expliciet verbod geld te

verdienen aan een onderneming waar Enron zaken mee deed, en als uitvloeisel van die zaken. De exacte formulering daarvan was: ‘Een werknemer zal zich nooit gedragen op een manier die direct of indirect de belangen van de onderneming schaadt of die hem of haar geldelijk gewin oplevert rechtstreeks als gevolg van zijn of haar positie in de onderneming.’¹⁵⁴ Die ethische code stond echter ook een uitzondering toe: ‘Geen fulltime functionaris of werknemer kan ... een belang bezitten in, of rechtstreeks of indirect deelhebben in de winst van een andere entiteit die zaken doet of concurreert met met de onderneming, behalve als dat bezit of die deelname vooraf schriftelijk is medegedeeld aan de bestuursvoorzitter en algemeen directeur van Enron Corp. en deze functionaris heeft vastgesteld dat een dergelijk belang of deelname niet de belangen van de onderneming schaadt.’¹⁵⁵

In dit geval vroeg financieel topman Andrew Fastow schriftelijk om ontheffing. Hij vroeg een serie buiten de boeken gehouden, niet beursgenoteerde effectenfondsen in te stellen onder de namen LJM1, LJM2 en LJM3, die vrijwel uitsluitend met Enron zaken zouden doen. Fastow zou LJM1 beheren. De bestuursvoorzitter, Kenneth Laye, gaf Fastow schriftelijk de gevraagde toestemming, maar verlangde toen ook dat de Raad van Bestuur zijn toestemming zou geven, ook al was dat geen vereiste op grond van Enrons interne reglement. De raad kreeg te horen dat Fastow deels eigenaar van deze eenheden zou zijn en dat hij ze zou beheren. De raad gaf unaniem toestemming.

De telefonische bestuursvergadering waarin goedkeuring werd gegeven voor LJM1, de eerste van deze overeenkomsten, had een agenda met een aantal belangrijke onderwerpen, en de hele vergadering duurde een uur. Niet alleen gaf het bestuur toestemming voor de dispensatie van de morele code en de transactie waarvoor LJM1 opgezet werd, maar ook voor vervolgentransacties van dezelfde entiteit.¹⁵⁶

Twee van Fastows ondergeschikten bij Enron, Michael Kopper en Ben Glisan namen eveneens deel aan het runnen van LJM2, ook al hadden zij geen dispensatie gekregen van de beperkingen krachtens de morele code, noch van het bestuur, noch van de bestuursvoorzitter.

Met betrekking tot LJM2 was Fastow er zo zeker van dat het bestuur ermee zou instemmen, dat hij Merrill Lynch al in de startblokken had staan om een marketingstrategie te ontwikkelen voor de onderhandse plaatsing, aangezien LJM2 externe investeerders zou zoeken. Het bestuur ging akkoord. Zelfs de subcommissie financiën stemde in met LJM2. Het bestuur kreeg te horen dat het doel van LJM2 was ‘een bron van niet beursgenoteerde investeringen aan te boren waarmee Enron zijn investeringen-portefeuille, kasstroom en financiële flexibiliteit kon beheren.’ De gedachte was dat Enron Enron-activa zou kunnen verkopen aan Fastows LJM2 in veronderstelde transacties ‘op afstand’ die goedkoper en

sneller zouden zijn dan met echte buitenstaanders. Met andere woorden, Enrons hoogste financiële man Fastow, die alle details en waarde van al de Enron-activa gekend moet hebben, sloot overeenkomsten met zichzelf. Het rapport van de Senaats-onderzoekscommissie van 8 juli 2002 verwees naar het rapport-Powers, waartoe Enrons Raad van Bestuur opdracht had gegeven na het faillissement van december 2001 en dat verscheen op 1 februari 2002: ‘Het rapport-Powers constateerde dat in tenminste dertien gevallen de personen die onderhandelden over de Enron-LJM-transacties – aan beide zijden van de tafel – aan de heer Fastow verantwoording schuldig waren en dat de heer Fastow hen bij gelegenheid “onder druk zette” om “gunstiger voorwaarden voor LJM te verkrijgen.”’¹⁵⁷

Oscar Wilde heeft ooit een cynicus beschreven als iemand ‘die van alles de prijs en van niets de waarde kent.’ Fastow was geen cynicus. Hij kende zowel de prijs als de waarde. In oktober 2000 kwam LJM met zijn eerste jaaroverzicht, dat een substantiële winst vertoonde – volledig ten koste van Enron. Niemand van Enrons Raad van Bestuur vroeg dat jaaroverzicht aan, ook senator Gramms echtgenote Wendy niet.¹⁵⁸

In twee jaar heeft Fastow ten minste 45 miljoen dollar verdiend aan deze transacties.¹⁵⁹ De Enron-aandeelhouders verloren er dik aan. Regelmatig werden er aandelen aan die LJM-fondsen verkocht en daarna weer teruggekocht tegen hogere prijzen. De eerste helft van die transacties vergrootte het volume van Enrons financial positie. Zo voerde Enron dank zij deze buiten de boeken gehouden transacties een extra 2 miljard dollar op aan kasstroom en 200 miljoen dollar aan extra inkomsten.¹⁶⁰ Maar deze fantastische cijfers werkten andersom toen Enron later het geld moest ophoesten om de transacties weer ongedaan te maken. In een geval in 1999 verkocht Enron zijn belangen in een project rond de bouw van een Braziliaanse energiecentrale. Daarmee verdwenen die van de balans, nadat Enron inkomsten uit het project opgevoerd had in de boeken van 1999. Daarna kreeg het project grote bouwproblemen, kosten-overschrijdingen en juridische complicaties. In 2001 kocht Enron het project terug tegen een veel hogere prijs.¹⁶¹ In een andere transactie, een van een aantal dat bekend staat als de *raptors* (roofvogels) betaalde Enron LJM2 een ‘afkoopsom’ van 35 miljoen dollar. Enron verloor uiteindelijk 710 miljoen dollar aan deze transactie en verlaagde het aandelenkapitaal met 1,2 miljard.¹⁶² Dat was de transactie die uiteindelijk Enrons einde betekende.¹⁶³

Zag iemand, bijvoorbeeld bij Enrons externe accountants, Arthur Andersen, er iets verkeerd in dat de financiële topman van Enron werd toegestaan via een andere onderneming geld aan Enron te verdienen? Ja. Een lid van Andersens werkgroep beroepscode schreef David Duncan, de hoogste functionaris bij Andersen die Enron onder zich had: ‘Afgezien van het boekhoudkundige aspect is het idee van een volledig door een bestuursvoorzitter beheerd

apart bedrijf zakelijk gezien een gruwel. Conflicten te over. Waarom zou een bestuurder met een beetje gezond verstand daar ooit in toestemmen?’¹⁶⁴

Het antwoord moet zijn dat ze het voor het geld deden, niet voor de 45 miljoen dollar die Fastow zou krijgen, maar voor de premies die de leden van de Raad van Bestuur toucheerden. Ze waren het altijd over alles met elkaar eens; in een lange reeks van jaren is het maar twee keer voorgekomen dat er over iets niet unaniem gestemd werd.¹⁶⁵ Hoewel leden van de Raad tegenover onderzoekers van de Senaat volhielden dat ze altijd kritisch naar de voorstellen van het management keken was de conclusie van die onderzoekers dat de Raad vooral als legitimatie voor het management diende, dat de leden rond 350.000 dollar aan cash en aandelen per jaar toucheerden, ongeveer het dubbele van wat gangbaar was voor *boardmembers* bij Amerikaanse ondernemingen.¹⁶⁶ Voor dit vorstelijk bedrag dienden de leden vijf reguliere, gewoonlijk twe dagen durende, raadsvergaderingen per jaar bij te wonen. Er waren echter ook buitengewone vergaderingen, wat zelden voorkwam – tot het geheel uiteen begon te vallen. Van oktober 2001 tot de faillissementsaanvraag van 2 december 2001 kwam de raad soms dagelijks bijeen.¹⁶⁷

Betekent dit dat de leden van de Raad van Bestuur er werkelijk achter stonden dat Fastow geld verdiende ten koste van Enron, en dus ten koste van al de aandeelhouders die de Raad verondersteld werd te beschermen? Kennelijk wel. Het rapport van 8 juli 2002 van de senaats-onderzoekssubcommissie stelt: ‘De ondervraagde Enron bestuursleden weigerden beoordelingsfouten toe te geven. De meesten verdedigden feitelijk de beslissing om de LJM-*partnerships* toe te staan en verklaarden dat zij een dergelijke constructie bij een andere onderneming opnieuw zouden steunen als er de benodigde goedkeuringen en controlemaatregelen bij voorhanden waren.’¹⁶⁸

Hetzelfde rapport stelt: ‘De LJM-constructie maakte het Enrons hoogste financiële functionaris – iemand met persoonlijke kennis van Enrons activa, passiva en winstmarges – mogelijk zijn eigen onderneming op te zetten en aan beide zijden van de tafel te zitten bij onderhandelingen tussen zijn eigen onderneming en zijn werkgever. De getuige-deskundige [die voor de senaats-subcommissie getuigde] kon zich geen vergelijkbare situatie herinneren in een andere op de beurs genoteerde onderneming; evenmin kon iemand onder de Raadsleden een precedent noemen voor de door hen genomen beslissing.’¹⁶⁹

Kennelijk had geen van hen allen kennis van de Eurotunnel.

Nu beschrijf ik hier wat er gebeurt als de zakenpartners in de Big Store zich tegen elkaar keren, wat helaas soms gebeurt.

Analisten van handelshuizen en anderen die de koop propageren van aandelen van een bepaalde onderneming, zeggen zelden of nooit openlijk: ‘Koop dit aandeel, want iedereen koopt het. Het is nog geen drie knikkers waard, maar wat kan dat schelen? Doe gewoon mee!’ Deze motivatie was ongetwijfeld belangrijk, misschien wel de belangrijkste tijdens de Nasdaq-zeepbel, en waarschijnlijk bij iedere andere speculatieve zeepbel. Maar het is geen geschreven rechtvaardiging die te vinden zou zijn in de gepubliceerde analyse van de meeste *brokers*-analisten, in de rechtvaardiging waar de meeste pensioenfondsbeheerders zich op beroepen, of in de inschattingen van de drie grootste Amerikaanse kredietbeoordelaars. In plaats daarvan beweren ze allemaal dat ze hun adviezen baseren op deze of gene bewering omtrent het toekomstige bedrijfsresultaat van de onderneming.

Details over hoe dit werkte bij sommige van Enrons meer beruchte zwendelarijen zijn op 23 juli 2002 voor de senaats-onderzoekssubcommissie uiteengezet door de hoofdonderzoeker van de subcommissie, Robert Roach. Zoals elders in dit boek wat uitgebreider uiteen gezet wordt, pakte Enron een serie feitelijke bankleningen in in vijgebladeren van olie- en gastransacties onder het hoofdje ‘vooruitbetalingen’. In feite kwamen deze olie- of gas-transacties, altijd gerealiseerd via een derde, op Jersey geregistreerde, lege vennootschap als Mahonia Ltd., exact overeen met transacties van dezelfde omvang, die elkaar dus ophieven en de ware transactie, de lening, duidelijk zichtbaar achterlieten voor latere onderzoekers. Enron speelde dit verstoppersspel met geen ander doel dan voor het oog de kasstroom uit transacties te vergroten, aangezien de gelden uit deze nep-vooruitbetalingen geboekt werden als operationele inkomsten, in plaats van wat ze waren, leningen van een bank – Citigroup, J.P. MorganChase, Credit Suisse First Boston, enzovoort.

Maar waarom zouden de managers van Enron dat willen? Vanwege de aandelenkoers, doodgewoon. Met andere woorden was de reden voor die neptransacties dat de Enronmanagers hun eigen aandelen wilden verkopen aan onze eerder genoemde ongelukkige particuliere belegger, of aan het fonds waar hij zijn oudedagsvoorziening heeft ondergebracht, of nieuwe emissies Enron-aandelen aan hem of zijn pensioenfonds. Maar er is nog wel een subtiel kantje aan dit alles dat de moeite van het bespreken waard is.

Het fake-inkomen uit de vooruitbetalingen tussen 1995 en 2001 beliep tenminste 8 miljard dollar. Alleen in 2000 kwam het al op 1,5 miljard.¹⁷⁰ Was dit geld eerlijk opgevoerd als schuld, dan zou Enron zichtbaar veel meer schuld gehad hebben dan het verder wilde weten. Dat zou het een groter kredietrisico gemaakt hebben. Enrons rating door kredietbeoordelaars als Standard&Poors of Moody's zou teruggevallen zijn van A-/A3, een zogenaamde investerings-grade, naar BBB-/Baa3, ‘niet investeren’. In de krijtstreepwereld

van het Big-Shop-financieren wordt over dergelijke aandelen gesproken als ‘puin’ [*junk*]. Was Enron niet gewaardeerd geweest op ‘investeren’ dan zouden de meeste pensioenfondsen de aandelen ervan onder de bestaande federale regels niet hebben mogen kopen. Ze zouden gedwongen zijn ze van de hand te doen, wat ze uiteindelijk ook gedaan hebben, en wat de ineensstorting van het aandeel Enron betekende. Enron zou ook uit de markt voor *investment grade corporate bonds* gestoten zijn. De aandelen zouden JUNKstatus gekregen hebben en de rente die Enron daarop had moeten betalen zou veel hoger geweest zijn. Die hogere rentebetalingen zouden Enrons netto inkomsten evenzoveel verlaagd hebben en de aandelen des te minder aantrekkelijk hebben gemaakt.

Zoals we in het vorige hoofdstuk zagen was Enrons kern-activiteit de handel in energie in een markt die het zelf gecorrumpeerd had. Als Enron niet de *investment grade* waardering had gehad, hadden veel andere grote energiefirma’s, die zelf later in een massa neptransacties verwickeld bleken te zijn, er niet voor gevoeld te handelen met een zo laag gewaardeerde onderneming. Degenen die zich wel zo diep hadden willen verlagen zouden meer borg hebben geëist. Sommige van die hooggestemde energiefirma’s, die later zouden blijken van even laag allooi als Enron geweest te zijn, zouden contractueel het recht gehad hebben bestaande overeenkomsten op te zeggen en onmiddellijke betaling te eisen. Dat zou een nog grotere aanslag op Enrons kasgeld betekend hebben.¹⁷¹

Enrons managers vermeden al deze gruwelijke problemen door eenvoudig te liegen. Logen ze tegen onze ongelukkige belegger? Zeker, maar die stond ver achteraan in de rij. Eerst logen ze tegen hun partners in de Big Store, en de kredietwaardeerders. ‘Ook Standard & Poor’s waren slachtoffers,’ zei Ronald M. Barone, directeur van een van de grote kredietwaardeermaatschappijen. Op 20 maart 2002 getuigde hij voor de senaatscommissie voor regeringszaken. ‘Niet alleen werden we voorzien van aanzienlijke hoeveelheden materiële informatie waarom we gevraagd hadden, maar... in een aantal gevallen leverde Enron naar we later ontdekten, met betrekking tot zaken van groot belang rechtstreekse en welbewust verkeerde voorstellingen van zaken.’

Tijdens dezelfde hoorzitting getuigde John Diaz, zakelijk directeur van Moody’s Investors Service, de andere kredietwaardeerder: ‘De op basis van goed vertrouwen aan de emittent gevraagde gegevens zijn normaal gesproken voldoende. Enron was abnormaal, deels door de aard van zijn activiteiten en zeker met betrekking tot het onthullen van zijn activiteiten. Zoals we ontdekt hebben waren de door Enron openbaar gemaakte gegevens en de antwoorden op onze specifieke vragen om inlichtingen misleidend en onvolledig. Al

hebben we geen onderzoeksgezag, toch wordt onze analisten aanbevolen de beweringen en beloften van emittenten met scepsis te benaderen.’

Kennelijk waren ze toch niet sceptisch genoeg. Een senaatsrapport van 8 oktober 2002 zou concluderen: ‘De waarderingsinstanties voerden geen zorgvuldige analyse uit van Enrons openbare opgaven; besteedden onvoldoende aandacht aan beschuldigingen van frauduleus handelen; en geloofden herhaaldelijk functionarissen van de onderneming op hun woord, zonder diepergaande, specifieke vragen te stellen – ondanks aanwijzingen dat de onderneming de waarderingsinstanties al eerder hadden misleid.’¹⁷²

In feite kon Enron toen het in het nauw kwam te zitten, dank zij Fastows financiële trucs rond 5 miljard dollar aan extra schulden verscholen weten te houden.

Enrons topmanagers, bankiers, juristen en administrateurs deden hun zakenpartners in de Big Store eenvoudig aan wat de Big Store zelf collectief al tientallen jaren alle buitenstaanders aandeed.

Daar gingen ze mee door tot het allerlaatste moment van het Enron-verhaal.

Citigroup had een overzeese lege vennootschap onder de naam Delta Energy Corporation, geregistreerd op de Kaaiman-eilanden. Die was opgezet door Citigroup, beheerd door Citigroup, had geen werknemers en een totaal bedrijfskapitaal van 1.000 dollar. Hij was opgericht met geen ander doel dan de derde partij te zijn in nep-vooruitbetalingen zoals hierboven beschreven. Alles bij elkaar leende Citigroup Enron grote bedragen bij deze transacties, in totaal veranderde 4,8 miljard dollar van eigenaar, vermomd als olie- en gasverkopen.

Citigroup had veel geld aan Enron verdiend in een veelheid van transacties. Alleen al tussen 1997 en 2001 beliepen de inkomsten van Citigroup uit door Enron betaalde provisie en rente (op alles, niet alleen nep-vooruitbetalingen) 167 miljoen dollar. Maar bankiers blijven bankiers en zelfs de meest hebzuchtigen kunnen zich zorgen maken over risico’s. Begin 1999 had Citigroup in totaal 1.668 miljard dollar aan kredieten uitstaan. Zelfs voor de maatstaven van Citibank was dat veel; meer dan vier maal hun interne beperkingen voor Enron. Een door onderzoekers van de senaat teruggevonden interne e-mail van 10 november 1999 vatte de zorgen van citibank-functionarissen als volgt samen: ‘We hebben nog steeds een probleem in verband met de kredietbeperkingen; er is een groeiende opstelling merkbaar dat grenzen grenzen zijn en niet overschreden moeten worden. Dat is iets waarmee we allemaal in het reine zullen moeten komen.’¹⁷³

En dat deden ze. Als rechtgeaarde, klassieke bankiers legden ze het risico bij anderen. Maar bij wie? Goede klanten, ‘gekwalificeerde institutionele kopers’. Dat zijn organisaties

waarvan verondersteld mag worden dat ze wel zó gehaald zijn in het omgaan met beleggingen en geld dat het onnodig is een hun gedaan investeringsvoorstel ter verificatie aan de SEC voor te leggen. Dat soort voorstellen worden ook Rule 144/A aanbiedingen genoemd. Citigroup loosde 2,4 miljard van haar 4,8 miljard dollar aan nep-vooruitbetalingen bij deze gekwalificeerde institutionele kopers. Ze waren gekwalificeerd om afgezet te worden, en dat werden ze ook. Toen Enron failliet ging was geen van de serie van zes uitstaande obligatieleningen van Citigroup en Enron onder de naam 'Yosemite' afgelost.

Hoofdstuk 6

De overheid en de particulier als bedrogen koper

In *De bodemloze put* heb ik opgemerkt dat veel van de Pentagon-leveranciers strafdossiers hadden, maar het systeem voldoende hadden gemanipuleerd, minstens via bijdragen aan politieke campagnes, om desondanks verdere contracten te kunnen verwerven. Veel van de jonge ondernemingen van de nieuwe economie hebben ook dubieuze managers aan de leiding. Volgens een onderzoek door een veiligheidsadviesfirma, Kroll Associates, had 39% van de managers van internet-ondernemingen waarvan zij de boeken hebben onderzocht, onsmakelijke achtergronden. Het normale percentage in andere bedrijfstakken is 10%, dat maakt bestuurders van internet-ondernemingen dus vier keer waarschijnlijker behept met een twijfelachtig verleden.¹⁷⁴ Dat blijkt normaal bij speculatie-zeepbellen. Zoals de beroemde bankrover Willy Sutton verklaarde toen hem gevraagd werd waarom hij banken beroofde: ‘Daar is het geld.’

In januari 2002, toen het Enronschandaal het tot het niveau van congres-hoorzittingen had gebracht, had de gedachte dat criminaliteit in het Amerikaanse zakenleven normaal was, zich werkelijk gevestigd in de geesten van het algemene publiek. Zeventig procent van de respondenten in een enquête voor de *New York Times* zeiden te denken dat de boekhoudpraktijken van Arthur Andersen, waaronder het versnipperen van documenten, in de zakenwereld wijd verbreid was.¹⁷⁵ De Republikeinse voorzitter van een parlementaire commissie zei tegen de accountant die ervan beschuldigd werd opdracht gegeven te hebben tot het feitelijke versnipperen: ‘Enron beroofde de bank, Arthur Andersen zorgde voor de vluchtauto en er wordt gezegd dat u aan het stuur zat.’¹⁷⁶

Het aantal ondernemingen en bedrijfsbestuurders dat is gedagvaard of veroordeeld wegens misdaden leek in 2002 met de dag groter te worden. Een paar ervan komen elders in dit boek ter sprake en hoe dan ook hebben alle belangrijke figuren daaronder ruime belangstelling in de pers gekregen, dus ik zal op dit punt hier niet verder uitweiden.

De Bush-vleugel van de Republikeinse Partij had een bijna incestueuze verhouding met Enron. Niet alleen was Enron Bush's belangrijkste steun in het zakenleven, van zijn campagne om het gouverneurschap tot en met zijn race om het presidentschap, maar zijn campagneleiders gebruikten Enron ook om potentieel politieke problemen te parkeren. Ralph Reed, een extreemrechts politicus, leider van de Christian Coalition had zijn steun naar een rivaliserende kandidaat kunnen laten gaan. Dus bezorgden Bush's eigen handlangers Reed een ‘consultancy’ bij Enron dat hem 10.000 tot 20.000 dollar opleverde. Reed onthield zijn

steun aan een rivaliserende kandidaat en bleef het geld incasseren tot en met het moment dat Enron faillissement aanvroeg.¹⁷⁷

Wat de kwestie-Enron betreft, van de 248 congresleden en senatoren die dat schandaal in de 11 verschillende commissies hebben onderzocht, hadden er 212 campagnebijdragen van Enron ontvangen! 75% van Enrons 'cadeautjes' kwamen echter bij Republikeinen terecht. Wat kreeg Enron terug voor dat geld? Charles Bowser, gewezen hoofd van de Amerikaanse Algemene Rekenkamer, stelde: 'Iedereen zegt dat ze helemaal niets kregen. Maar bekeken over de laatste vijf jaar is wat ze kregen – de afwezigheid van toezicht.'¹⁷⁸

In de Verenigde Staten zitten bij een aantal van de grootste pensioenfondsen, en bij alle staatsfondsen in gekozen staatsfunctionarissen de Raden van Bestuur. Amerika kent geen openbare financiering van politieke campagnes, dus moeten deze gekozen functionarissen geld bij elkaar brengen om de kosten van hun campagne te bestrijden. Zoals de congresleden die verondersteld worden de Pentagonleveranciers te controleren het merendeel van hun campagnebijdragen krijgen van deze zelfde leveranciers, krijgen ook de staatsfunctionarissen die in de raden van toezicht van pensioenfondsen zitten gigantische bedragen van de firma's die zaken doen met de pensioenfondsen.

Doen de internationale organisaties die verondersteld worden normen te stellen voor accountants het buiten de Verenigde Staten beter dan hun twijfelachtige Amerikaanse tegenvoeters? Beslist u maar. De grootste is de International Accounting Standards Board (IASB). Waar krijgt die het geld vandaan om te functioneren? Van het jaarbudget van 15 miljoen dollar was éénderde afkomstig van de Grote Vijf (toen het er nog vijf waren), waaronder Andersen, toen dat nog bestond. En de rest? Die krijgt de IASB van firma's als ... Enron. Paul Volker, ex-hoofd van de SEC, na het Enron-debacle in dienst genomen door Andersen als adviseur bij het uitzoeken van het Enron-debacle, had eerder Kenneth Lay, bestuursvoorzitter van Enron, benaderd voor een grote donatie. Enron was bereid te betalen, op voorwaarde dat het het beleid van de IASB zou kunnen beïnvloeden.¹⁷⁹ De IASB houdt vol dat haar organisatie voor het inzamelen van giften geheel los staat van het regelgevende orgaan.

De functionarissen van WorldCom en de andere ondernemingen van de 'nieuwe economie' die gedagvaard of veroordeeld zijn zetten de eerder besproken droom van de nieuwe technologieën in om de slachtoffers van hun geld af te helpen. Er schuilt dus een heerlijke ironie in hoe veel van hen betraapt zijn, zoals impliciet aangeduid werd in de plechtigheid bij de uitreiking op 12 november 2002 in New York van een prijs voor handelshuis-analisten. De gastredenaar was hoofdaanklager van de staat New York Eliot

Spitzer, die de verzamelde gasten zei: ‘Het is een groot genoegen hier vanavond te zijn, omdat ik dolgraag gezichten wil zien bij al die e-mails.’¹⁸⁰

Bijna allemaal werden ze gedagvaard, veroordeeld of te schande gemaakt op grond van de nieuwe technologie waar ze zelf zo over hadden opgegeven. Om redenen die volstrekt onverklaarbaar blijven, hadden zij hun motieven en een gedetailleerde weergave van hun manipulatieve praktijken uitgeschreven en achtergelaten in een elektronisch spoor dat teruggevolgd kon worden dank zij telecommunicatie en zakencorrespondentie op talloze floppy’s, harde schijven, *zip drives* en cd-roms overal ter wereld. Niemand weet zelf hoeveel exemplaren er zijn van al dat bewijs. De hoeveelheid belastend materiaal was enorm. Nooit sinds de ineenstorting van het communisme in Oost-Duitsland, of misschien zelfs die van het nazi-regime decennia eerder, toen de archieven de overwinnende geallieerde legers in handen vielen, was zo’n schat aan informatie ter beschikking van aanklagers gekomen.¹⁸¹

Spitzers proces tegen vijf vroegere topfunctionarissen van verschillende nieuw-economisch ondernemingen op 30 september 2002 vormt een treffende illustratie van hoe deze haast onuitputtelijk bron gebruikt kan worden.¹⁸² De procureur-generaal gebruikte een spoor van e-mails om aan te tonen hoe Citibank’s Salomon Smith Barney (SSB) haar top-analist voor telecommunicaties, Jack Grubman, gebruikt had om de kopers, in dit geval topfunctionarissen van ondernemingen, te corrumperen. Veel van de topfunctionarissen uit het zakenleven hadden al een slecht figuur geslagen in andere, op het oog ervan los staande zwendelpraktijken, dus misschien hoefden ze helemaal niet gecorrumpeerd te worden. Spitzers beschuldiging luidde: ‘Sinds de late jaren 1990 tot en met 2001 heeft Salomon Smith Barney (SSB) zich bezig gehouden met een “spinning” genoemde activiteit waarbij het de verdachten in deze zaak – topbestuurders van ondernemingen waarvoor SSB als zakenbank wenste op te treden – waardevolle, bijna risicoloze aandelen toewees van ondernemingen die op het punt stonden naar de beurs te gaan. De verdachten oogstten geweldige bedragen aan persoonlijke winst door de verkoop van deze introductie-aandelen en SSB kreeg in ruil daarvoor waardevolle bankzaken toegespeeld door de ondernemingen van elk van de verdachten. Als zij SSB kozen als zakenbankier voor hun onderneming konden de verdachten erop vertrouwen dat de aandelen van hun onderneming los van de werkelijke waarde een hoge rating zouden krijgen van SSB’s hoogste telecom-analist, Jack Grubman. Deze deed dit vertrouwen gestand en maakte het de verdachten mogelijk verder gigantische winsten te maken met de verkoop van aandelen van hun ondernemingen. Doordat zij nalieten zowel de hun toegewezen introductie-aandelen en de aard van boven beschreven bankrelatie te melden, hebben de verdachten zich wederrechtelijk verrijkt.’

Spitzers dagvaarding leverde geen werkelijk bewijs dat de verdachten SSB gekozen hadden vanwege de *spinning*, maar hij stelde wel: ‘De managers die de introductie-aandelen ontvingen waren in een positie om de keuze van emissiebegeleiders door hun onderneming te bepalen of beïnvloeden.’ Als topfunctionarissen waren zij zeker verantwoordelijk voor alle belangrijke beslissingen, ook de keuze van een emissiehuis.

En ze verdienden geld bij bakken. Zoals Spitzer uitlegde: ‘Iedere verdachte maakte aanzienlijke winst, niet alleen door introductie-aandelen te verkopen, maar haalde ook nog extra winst binnen door verkoop van de door Grubman aangeprezen en in verdachtes bezit verkerende aandelen van zijn eigen onderneming.’ Joseph P. Nacchio, ex-voorzitter van Qwest, verkocht via SSB verkregen introductie-aandelen tegen een persoonlijke winst van 1.064.256 dollar. Niet bepaald een zakcentje, maar het lijkt in het niets te verdwijnen naast de 226 miljoen dollar die Nacchio kreeg door de verkoop van zijn eigen aandelen Qwest. Philip F. Anschutz, die in 1988 Qwest had opgericht, verkocht zijn aandeel in 57 van SSB afkomstige veelbelovende aandelen-introducties met een totale winst van 4.832.591 dollar. Dat begint op echt geld te lijken, tot we het vergelijken met wat hijzelf verdiende met de verkoop van de aandelen van zijn onderneming – 1,45 miljard dollar. Dus al leverde de ‘spinning’ deze profiteurs kennelijk wel iets op, het werkelijk grote geld stak voor hen in de verkoop van hun aandelen van hun eigen ondernemingen.

In de periode dat Nacchio en Anschutz veel van de aandelen verkochten, adviseerde Grubman investeerders de aandelen te ‘kopen’, ook al zou een niet door beslissingen van zakenbankiers beïnvloede analist het advies ‘verkopen’ gegeven hebben. Op 5 juli 2000 ging het aandeel voor 58 dollar. Grubman spoorde investeerders aan te kopen. Op 2 januari 2002 gaf hij nog steeds het advies ‘kopen’ ook al was de prijs tot 14 dollar gedaald. Op 6 maart 2002 had hij zijn rating verlaagd tot ‘neutraal’ en was de koers gezakt tot 10 dollar. Op 22 mei 2002 was dat 5 dollar, maar Grubman hield het op ‘neutraal’. Hij gaf nooit het advies te ‘verkopen’.

SSB verdiende ook weer geld als water aan Qwest-emissies. Tussen januari 1998 en juli 2001 waren dat er 18, waarbij SSB aan Qwest meer dan 37,4 miljoen dollar in rekening bracht. En dat was alleen nog maar de rekening die één telecom-onderneming werd gepresenteerd. In 1998 bracht SBB aan door Grubman van een rating voorziene ondernemingen 255,75 miljoen dollar in rekening. In 1999 was dat 359,18 en in 2000 331,14 miljoen. Volgens Grubmans eigen getuigenis kreeg hij in de periode 1998-2001 gemiddeld 20 miljoen dollar per jaar aan betalingen van SSB. Feitelijk kreeg hij dus een flinke hap uit wat er in rekening werd gebracht. In de periode van januari 1998 tot 2002 had hij op verschillende

momenten 20 tot 36 fondsen onder zich, waarvan er 16 failliet gingen en veel van de overige opmerkelijke koersvallen vertoonden. Grubman heeft nooit ook maar één enkele keer het advies ‘verkopen’ gegeven en slechts twee keer het advies van het naast lagere niveau, *underperform* [onvoldoende succesvol].

In een e-mail die geldt als een ‘smoking gun’ bracht Grubman tot uitdrukking wat hij werkelijk vond van deze ondernemingen en waarom hij deze adviezen gaf: ‘De meeste van onze cliënten zijn onderweg naar nul en jullie weten dat ik hen al maanden geleden wilde downgraden, maar geweldig onder druk kwam te staan van de bankdivisie. Ik vraag me af waar zakenbankiers goed voor zijn als het enige waar ze op kunnen vertrouwen om handel aan te trekken analisten zijn die hun cliënten aanbevelen.’¹⁸³

In het geval van een andere cliënt, Focal Communication, was SSB het hoofd-emissiehuis dat de onderneming naar de beurs begeleidde. Op 21 februari 2001 had SSB van deze klant meer dan 9,5 miljoen dollar binnengehaald en Grubman was gebleven bij zijn aanbeveling ‘kopen’. De aandelen gingen voor 15,50 dollar, maar de onderneming was niet tevreden over een deel van de begeleidende tekst bij de aanbeveling. Grubman werd kennelijk woedend en e-mailde naar de twee bankiers: ‘Als ik ook maar één piep van hen [Focal] te horen krijg, dan zetten we de juiste rating (d.w.z. 4, en nog niet eens 3) [4 = onvoldoende, 3 = neutraal] op dit fonds, waarvan de eerste de beste enigszins intelligente institutionele koper voelt dat het een aflopende zaak is. We hebben aan geloofwaardigheid ingeboet met MCLD en XO omdat we varkens als Focal gesteund hebben.’¹⁸⁴

Ondanks deze onthulling over wat hij eigenlijk van Focal vond, hield Grubman zijn ‘kopen’-aanbeveling aan tot 13 augustus 2001, toen de koers op 1,24 dollar beland was en SSB nog weer 11,8 miljoen dollar aan provisie van de onderneming had geïncasseerd.

Spitzers dagvaarding noemt een aantal van dergelijke volledig verkeerd voorgestelde emissies, waaronder van XO Communications (voorheen Nextlink), Metromedia Fiber Network en Winstar.

Anderen, zoals het Republikeinse congreslid Michael G. Oxley, kwamen met hun eigen lijsten van bestuursvoorzitters die introductie-aandelen toegespeeld hadden gekregen, en niet alleen door SSB, maar ook door Goldman Sachs en Credit Suisse First Boston. Oxley onthulde het schokkende feit dat veel van deze rijkgeworden bestuursvoorzitters, waarvan sommigen te voren in het openbaar de deugden van de generositeit hadden verkondigd, in feite door hebzucht gedreven werden. ‘Als bestuurders de bankzaken van hun onderneming voor de hoogste bieder veil hebben, dan gebruiken zij het vermogen van hun ondernemingen – eigendom van de aandeelhouders – voor hun eigen persoonlijk gewin,’ zei Oxley.¹⁸⁵ Zijn

rapport noemde de namen van een aantal uitermate welgestelde mensen, en bewees nog eens opnieuw dat je niet stinkend rijk wordt door aardig te zijn. Oxley liet na te vermelden dat veel van deze dubieuze bestuursvoorzitters eerder veel geld aan de Republikaanse Partij gegeven hadden (en, algemeen gesproken, minder aan de Democraten).

Maar in dit hele verhaal van het corrumperen van mensen die hoe dan ook toch al hebzuchtig zijn, was Grubman zonder twijfel het onderhoudendst. Twee van zijn e-mails onthulden een plan ter omkoping van een koper, in dit geval de bestuursvoorzitter van AT&T, zo vals, dat je ze leest als een hedendaagse versie van intriges in de aristocratie gedurende het Franse *ancien régime*.

Grubman had zich standvastig als scepticus tegenover de monopolistische telefoononderneming AT&T opgesteld en het altijd een negatieve beoordeling gegeven. Maar zijn baas, bestuursvoorzitter Sanford Weill van Citigroup vroeg hem in 1999 er nog eens een ‘frisse blik’ aan te wijden. Dat deed Grubman. Hij had een ontmoeting met bestuursvoorzitter Michael Armstrong. Vervolgens mailde Grubman op 5 november 1999 naar Weill over deze ‘nuttige ontmoeting’. Hij schreef dat hij en Armstrong ‘over veel hadden gesproken, waaronder een paar aankondigingen die nog volgen.’ De e-mail vervolgde: ‘Ik denk dat dit alles erg productief zal zijn en, eerlijk gezegd maakt, terwijl het enige tijd heeft geduurd voor dit alles vorm kon aannemen, de haast die Mike hierbij voelt het me mogelijk me te beperken tot het soort no-nonsense ontmoetingen dat, helaas, met AT&T moeilijk te plannen is of dat tenminste in het verleden was. Hoe dan ook, ik hou je op de hoogte ...’

Minder dan een maand later verhoogde Grubman de notering van AT&T van ‘houden’ tot ‘zeker kopen’. Binnen een paar maanden kreeg Salomon meer dan 45 miljoen dollar als provisie van AT&T. Weill ontkende krachtig dat hij Grubman onder druk had gezet om zijn beoordeling van AT&T te veranderen. ‘Ik heb altijd gedacht dat de heer Grubman zijn eigen onderzoek zou doen en tot volstrekt eigen conclusies zou komen,’ zei hij. Grubman stelde dat hij nooit onder druk was gezet en dat zijn waardering geheel gebaseerd was op de merites van het geval – ondanks het feit dat hij zijn waardering van AT&T een paar maanden nadat Salomon die onder zich gekregen had, omlaag gesteld had.

Hoe zit het met die persoonlijke gril die doet denken aan het *ancien régime* in Frankrijk? Grubmans wijziging van de *rating* ging niet alleen maar om het geld, maar ook om de mogelijkheid om zijn tweelingdochters op een sjieke crèche in Manhattan te krijgen, in de YMCA op 92nd Street, en Weill kon zijn rivaliserende co-voorzitter John Reed verslaan in een vergadering van de Raad van Bestuur, met de hulp van bestuurscollega Michael Armstrong van AT&T.

Grubmans e-mail had als titel ‘AT&T en de YMCA van 92nd Street.’ Bladzij 2 van de memo stelde: ‘Iets anders, zoals ik pas al zei doorlopen we het belachelijke maar noodzakelijke proces van te solliciteren naar een crêche in Manhattan. Voor iemand die is opgegroeid in een gezin waar de vader 8.000 dollar per jaar verdiende en die zelf op openbare scholen gezeten heeft, vind ik dat wel een beetje merkwaardig, maar er zijn geen grenzen aan wat je voor je kinderen doet... Gegeven dat het statistisch makkelijker is om in het eerste jaar van Harvard toegelaten te worden dan in de crêche van de YMCA op 92nd street (daar is trouwens niets aan gelogen) komt het erop aan “wie je kent”.’ Hij besloot met: ‘Als je iets kunt doen, Sandy, dan wordt dat hogelijk gewaardeerd.... Zoals gezegd houd ik je op de hoogte over hoe we vorderen met AT&T, volgens mij gaat het goed.’

Citigroup doneerde toen, onder het hoofd ‘goede doelen’, een miljoen dollar aan de YMCA in 92nd Street. Grubmans tweelingdochters kwamen op de crêche. Grubman gaf AT&T een hogere waardering. Armstrong steunde Weill bij de stemming in de bestuursvergadering. Salomon verdiende 45 miljoen dollar aan bankprovisie. Hadden al deze op het oog losstaande gebeurtenissen met elkaar te maken? Volgens Jack Grubman wel degelijk. Hier is nog een e-mail van hem, ditmaal van 13 januari 2001, een jaar later, aan een analist bij een vermogenbeheersfirma: ‘Zie je, iedereen denkt dat ik AT&T opgewaardeerd heb om het voortouw in de begeleiding van de AT&T-emissie te krijgen. Niets daarvan. Ik heb Sandy gebruikt om mijn kinderen op de crêche op 92nd Street te krijgen (wat moeilijker is dan bij Harvard) en Sandy had Armstrongs stem in onze Raad van Bestuur nodig om Reed een toontje lager te laten zingen. Toen de kust weer veilig was (d.w.z. Sandy duidelijk winnaar en mijn kinderen op de crêche) werd ik weer mijn gewone negatieve zelf over AT&T . Hij vervolgde: ‘Armstrong heeft nooit geweten dat we (Sandy en ik) hem om onze vinger hadden gewonden.’

Toen deze e-mails openbaar gemaakt waren, zei Grubman dat hij het allemaal verzonnen had. Hij had ‘een verhaal bedacht om me professioneel gewichtiger te maken.’ Van Armstrong noch van AT&T kwam commentaar.¹⁸⁶

In de ‘alomvattende schikking’ van 20 december 2002 onderhandelden Spitzer en anderen met een aantal zakenbanken, spinning werd verboden, en Citibank stemde erin toe 400 miljoen dollar aan boete te betalen. Vergelijk dit met een winst, alleen al in het derde kwartaal van 2002, van 3,9 miljard. De andere banken moesten gezamenlijk met 1 miljard dollar over de brug komen. Analisten moesten zich verre houden van de *road shows* van zakenbanken, en mochten niet langer rechtstreeks betaald worden op basis van hun adviezen over emissies door zakenbanken die klanten waren. Als deel van de schikking moesten de

grote banken 450 miljoen dollar ophoesten om externe, onafhankelijke onderzoekers voor kleine investeerders te betalen – dat zou uitgesmeerd worden over vijf jaar, waarna iedereen het vergeten zou zijn. Zou het vergeten worden? Wetenschappers en journalisten zouden hen achter de broek blijven zitten, niet? Waarschijnlijk niet degenen die achter een deel aanzaten van de 85 miljoen dollar die de banken, als onderdeel van de schikking, opzij moesten zetten voor investeerderseducatie.¹⁸⁷ Heel waarschijnlijk lag het verderf van de volgende groep potentiële externe accountants al opgesloten in de schikking ter beboeting van de vorige.

Wat gebeurde er met het hoofd van Citigroup, Sandy Weill? Niets. Spitzer legde uit: ‘Om de hervorming van het systeem te realiseren, die naar ik meen van zo kritiek belang is voor de belegger én voor de beurs, hebben we moeten afzien van de gelegenheid om mensen naar de gevangenis te sturen.’¹⁸⁸

Evenmin heeft Spitzer Citigroup, of die andere complexe producenten van belangenverstrengelingen die pensioenfondsen beheerden en in verzekeringen deden, zich belasten met de bankierskant van het investeren en als makelaar optraden voor de kleine investeerder, én die investeerder met informatie overspoelden, gedwongen hun organisatie in afzonderlijke eenheden op te splitsen. [Per januari 2003 lijken hun aanbevelingen wat minder bevooroordeeld. 20% van Citibank's Salomon Smith Barney's adviezen luiden ‘verkopen’.]¹⁸⁹

Een enquête onder 51 institutionele investeerders, uitgevoerd door de consultants Greenwich Associates, leverde op dat slecht één derde ervan dacht dat de door de zakenbank geleverde informatie in de toekomst minder eenzijdig zou zijn.¹⁹⁰ Dus maar een klein deel van de beleggers en geen van de market makers lieten zich bedotten. Voor de fondsbeheerders was de eenzijdige informatie door de bank niet relevant; die bleven, zoals we in hoofdstuk 1 gezien hebben, de financiële vruchten plukken van hun eigen veelvuldige belangenverstrengelingen. In elk geval konden de banken, met hun als vastgespijkerde belangenverstrengelingen, omweggetjes vinden rond de geringe obstakeltjes die het ‘global settlement’ eventueel zou opwerpen. Alles stond nog steeds klaar voor de volgende Grote Droom.

Hoofdstuk 7

De misleidende magie van de markt

Op vrijdag 4 oktober 2002 was de Nasdaq 100, de index voor de belangrijkste hightech-ondernemingen op de Nasdaq, van 4816, zijn hoogtepunt in maart 2000, teruggevallen naar 815. Het beleggersvertrouwen was simpelweg niet teruggekomen. Maar nu de Congresverkiezingen nog maar een maand verwijderd waren, begonnen zelfs conservatieve Republikeinen, lang voorvechters van volkomen vrije markten, misbruik te signaleren. In diezelfde week gaf de voorman van de congrescommissie voor Financiële Diensten, de Republikein Michael G. Oxley, een lang perscommuniqué uit onder de titel ‘Oxley verlangt hervormingen: onderzoek beursintroductions toont aan dat bevoorrechte beleggers profiteren ten onrechte.’

Oxley signaleerde daarin een ongewenste praktijk, onder het kopje: ‘Ondernemingen werden voortijdig op de markt gebracht om lucratieve zakenbanktarieven te incasseren.’ Dan voegt hij toe: ‘Ondanks de geldende federale regels op het beursverkeer zijn talrijke ondernemingen duidelijk voortijdig naar de beurs gebracht met het oogmerk de hoge, daarvoor geldende tarieven te toucheren. De meeste daarvan hadden onvoldoende activa, en onvoldoende inkomsten om levensvatbaar te zijn.’¹⁹¹

Zijn staf had de details onderzocht van meer dan 21 door de grote handelshuizen van Wall Street, Goldman Sachs (GS) en Credit Suisse First Boston (CSFB) begeleide beursintroductions. Zestien van de eenentwintig door Goldman Sachs geïntroduceerde ondernemingen waren minimaal 89% van hun introductiekoers kwijtgeraakt, veertien waren 96% gezakt, en een aantal was failliet. De 15 door Credit Suisse First Boston begeleide beursintroductions die zijn commissie onderzocht had, waren allemaal op één na, die was overgenomen door CSFB, tenminste 85% onder hun introductiekoers uitgekomen.¹⁹²

Waar Oxley op wijst als hij zegt: ‘Veel ondernemingen werden duidelijk voortijdig naar de beurs gebracht,’ is eenvoudig een van de praktijken die ik in *De bodemloze put* al uiteengezet heb, een praktijk die bijna steevast garant staat voor falen bij grote hightech-projecten – gelijktijdigheid van bouwen en ontwerpen. Dat wil zeggen dat het project te vroeg gebouwd wordt, voordat essentiële experimenten en tests die materieel van belang kunnen zijn voor het ontwerp, voltooid zijn. Het project wordt met andere woorden in beton gegoten voor de ontwikkelaars weten hoe het moet worden. Ik zal hieronder een voorbeeld bespreken van een dergelijk beursintroduction, aan de begeleiding waarvan werd deelgenomen door Goldman Sachs, als ik wat meer verteld heb over het fenomeen gelijktijdigheid.

Stapels rapporten van de Amerikaanse Algemene Rekenkamer hebben vastgelegd hoe deze praktijk bij bijna ieder groot Amerikaans wapensysteem gevolgd is: De B-1B bommenwerper wordt verondersteld de belangrijkste bommenwerper van de Verenigde Staten te zijn, maar ondanks een bijna eindeloze serie kleinere oorlogjes, waar hij gebruikt had kunnen worden, is hij of helemaal niet, of nauwelijks ingezet en dan op een manier die volledig verschilt van waar hij oorspronkelijk voor bedoeld was. Hij had gebruikt moeten worden als een solo opererende bommenwerper die met supersonische snelheid op boomtophoogte vloog. Alle honderd zijn gebouwd ondanks een blijkbaar ongeneeslijke structurele tekortkoming: als het regent bij temperaturen tussen -7 en +9 graden Celsius, bevriezen de motoren en stort het vliegtuig neer.¹⁹³ En de zogenoemde 'Stealth' B-2 bommenwerper, die eruitziet als Batmans eigen directievliegtuig, wordt verondersteld op de radar onzichtbaar, of bijna onzichtbaar te zijn. In feite zou het gezien worden op de radar van de meeste grote vliegvelden. Voor net onder 2,4 miljard dollar per stuk is dat werkelijk geen koopje. In 1998 waren er 21 van gebouwd. Elk daarvan is zo krakkemikkig als iets maar zijn kan dat werkelijk toch nog kan opstijgen en landen. In maar tweederden van de gevallen lukt het te starten, van A naar B en terug te vliegen. Wie zou er een kaartje kopen op een verkeersvliegtuig met een dergelijke graad van betrouwbaarheid? Deze Amerikaanse hightech-vliegtuigen moeten uitsluitend voor de woestijnen van Californië ontworpen zijn, omdat de zogenaamd stealth-verf erop in de regen wegspoelt. Als gevolg van dit en andere problemen heeft het voor ieder uur in de lucht 80 manuren onderhoud op de grond nodig. Al deze problemen waren te verwachten in een experimenteel vliegtuig waar alleen een paar experimentele exemplaren van waren gebouwd. Maar, terwijl er in de Verenigde Staten niet één hogesnelheidstrein zoals de TGV is, heeft het 21 nutteloze B-2 bommenwerpers, die elk niet meer dan twee bommen kunnen dragen.¹⁹⁴

De Amerikaanse algemene rekenkamer heeft decennialang rapporten afgescheiden over het ene wapen na het andere waarvoor de zwendel gebruikt is van het gelijktijdig bouwen en ontwerpen. Een betrekkelijk recent rapport, van 28 februari 2001, betreft specifiek een essentieel onderdeel uit een van de lievelingsprojecten van de huidige president Bush, National Missile Defense (NMD), dat ook gebruikt zou worden in verscheidene van de veelheid aan vergelijkbare afweersystemen tegen ballistische raketten, waarnaar verwezen wordt met de afkorting BMD [Ballistic Missile Defense]. In dit geval besprak de rekenkamer een systeem met 24 satellieten in een lage baan om de aarde, het Space-Based Infrared System-low (SBIRS-low). Een fact-sheet van het Pentagon stelt: 'Het SBIRS samenselsel van sensor-satellieten zou raketten opsporen en gedurende hun hele vlucht volgen. Deze

informatie zou op het vroegst mogelijke moment een schatting van de baan mogelijk maken... Door toevoeging aan het NMD-systeem van deze mogelijkheid tot met precisie opsporen “achter de horizon”, is de werkzame actieradius ervan zover uitgebreid dat het mogelijk is interceptoren te lanceren vóór de bedreiging binnen het bereik van de X-band Radar [de op de grond gesitueerde radar van het systeem] gekomen is...’¹⁹⁵

Is SBIRS-low absoluut nodig? Zij is van essentieel belang voor een doeltreffende National Missile Defense, zegt de Ballistic Missile Defense Organization op dezelfde factsheet.¹⁹⁶ Mogen we verwachten dat dit ‘essentiële’systeem, met een geschatte uiteindelijke prijs van 11,9 miljard dollar, zal werken? Waarschijnlijk niet, zegt de Rekenkamer in haar rapport.

De reden is opnieuw: gelijktijdigheid, gaan bouwen voor het ontwerp klaar is. De rekenkamer legt uit: ‘Volgens luchtmacht-functionarissen voltooit het Departement van Defensie de software die nodig is voor het functioneren van satellieten normaliter één jaar vóór de geplande eerste lancering van een nieuw satellietsysteem.’¹⁹⁷ Maar in het geval van SBIRS-low ‘zal de software die nodig is voor alle SBIRS-low-missies niet voltooid zijn (gereed voor gebruik bij satelliet-missies) voor maart 2010, meer dan drie jaar nadat de eerste satellieten gelanceerd worden.’ De voltooide software kan wijzigingen in de hardware van de satellieten vereisen, dus er eenvoudig op rekenen dat het er later per radio in geïnstalleerd kan worden is niet handig.

Het rapport van de rekenkamer liep de zes essentiële stukken technologie langs die in de satellieten gebruikt zullen worden. Bij vijf ervan bleek dat ‘op een hoog risiconiveau [de technologieën] niet beschikbaar zullen zijn als er behoefte aan is.’¹⁹⁸ Een daarvan is een infraroodscanner, die bedoeld is om kernkoppen, raketten, puin enzovoort buiten de dampkring en bij het erin terugvallen waar te nemen. Ook de koelsystemen voor deze sensors en het systeem dat de 24 sensors in staat stelt rechtstreeks met elkaar te communiceren, voldoen nog niet aan de eisen. Volgens de rekenkamer is ‘elk van deze technologieën van zo essentieel belang dat ... als één ervan op een kritiek moment niet beschikbaar is, SBIRS-low niet in staat zou zijn zijn missie te vervullen.’

Dat hij omhoog geschoten zou worden zonder de goede software doet er misschien wel niet toe omdat de apparatuur aan boord het waarschijnlijk ook niet zou doen.

Als de perspectieven voor dit systeem er nu al zo slecht uitzien waarom verschroot de luchtmacht het dan niet om het plaats te laten maken voor systemen op de grond of op zee? De rekenkamer legt uit: ‘Volgens functionarissen van de luchtmacht bestaan er geen op de grond geïnstalleerde alternatieven voor SBIRS-low.’¹⁹⁹

De praktijk van te bouwen voor het ontwerp voltooid is, schakelt een basis-principe uit van de wetenschappelijke methode – de empirische verificatie. Dat empirisch experiment komt natuurlijk onvermijdelijk toch, of het eindproduct nu in massa is geproduceerd of een uniek, onomkeerbaar vormgegeven project gebleven is. De wet van de grote getallen garandeert dan letterlijk dat de ongewenste uitkomst zich zal voordoen. [ROBERT VRAGEN!!!]

Waarom wordt een idee dat zo evident niet deugt toch zo voortdurend toegepast? De reden die ervoor gegeven wordt is altijd dezelfde, haast vanwege de ‘dreiging’ – van het ‘rijk van het kwaad’ in het geval van de B2-bommenwerper, van de concurrentie in de meeste voorbeelden uit de zakenwereld, van de inflatie in andere gevallen. Bouwen vóór het ontwerp klaar is heeft zelfs een fraai klinkende naam – dat heet ‘gelijktijdig bouwen’. Het wordt feitelijk aanbevolen in de meeste management-handboeken als een snelle manier om producten op de markt te brengen. Maar de ‘dreiging’ is altijd een alibi, aangezien dat ‘gelijktijdig bouwen’ er in bijna ieder door de rekenkamer besproken geval op uitloopt dat het uiteindelijk resultaat later klaar is, meer kost, en minder presteert dan als het volgens de wetenschappelijke methode ontworpen was. Waarom wordt die gelijktijdigheid dan toch toegepast?

In de eerste plaats werken de ontwikkelaars bijna altijd met andermans geld. Er zijn er maar weinig zo stom dat ze er hun eigen geld aan wagen. Zouden veel lezers van dit boek opdracht geven een kamer aan zijn of haar huis bij te bouwen, als de aannemer niet eerst een gedetailleerd plan had opgesteld en een vaste aanneemprijs genoemd had? Maar eenzelfde risicovolle opstelling hoort tot de dagelijkse gang van zaken bij beurs- en overheidsprojecten. Als ze eenmaal in het schuitje zitten kunnen de slachtoffers zelfs nog moeten bijdokken voor wat ze dachten al gekocht te hebben.

Een volgende reden om te bouwen voor het ontwerp klaar is, is nu juist dat degenen die er het geld voor leveren zo klemvast gezet worden. Werd het met de aangewezen voorzorgen uitgevoerd, dan konden degenen die de fondsen fourneren zien dat wat ze kopen niet functioneert, en er dus verder niet meer voor betalen. Herinner u dat, het is hier al eerder gezegd, in hightech-zwendels het geld verdiend wordt met het bouwen, niet met het beheren van het eindproduct. Zakenbankiers bekokstoven de transacties; of het nu gaat om het overnemen van ondernemingen of om introductie-emissies, de verdienste voor degenen die de transactie tot stand brengen zit in de bankkosten, zoals congreslid Oxley uiteenzet. Hebben ze hun geld eenmaal binnen, dan hebben zij niets meer te vrezen. Of het project geld opbrengt voor iemand anders, is het probleem van die iemand. Maar als het project na voltooiing geen

rendement afwerpt of zelfs niet voltooid kan worden binnen het oorspronkelijke budget, dan laten de oorspronkelijke investeerders zich misschien nog verder uitknijpen om te redden wat ze er al in gestoken hebben.

Dat de opstellers van de deal er ongeschonden vanaf komen verklaart de anders onbegrijpelijke luchthartigheid waarmee investeringen van miljoenen en miljoenen gedaan worden tijdens perioden van een hausse-markt. Het verklaart ook de luchthartigheid waarmee grote banken gigantische leningen geven op de magerst mogelijke vastigheid. De bankiers moet het geld in beweging houden. Als ze dat niet doen worden ze ontslagen en vervangen door iemand die het wel doet. Als ze meer hebben om mee te smijten, wordt er meer weggesmeten. ‘Niets vernietigt waarde zozeer als te goedkoop kapitaal. De internet-zeepbel zal niet zozeer bestudeerd worden om haar technische of zakelijke innovatie, als wel als een anomalie in de kaitaalmarkt,’ schreef de eerste redacteur van FT.com, wijlen Peter Martin, juist toen de zeepbel ernstig begon in te zakken.²⁰⁰

Feitelijk was de dotcom-zeepbel alleen een kapitaalmarkt-anomalie in de zin dat er een ploseling overschot aan geld was – de in goed vertrouwen afgestane spaarcenten van miljoenen mensen - om mee te smijten. Verder ging het precies als iedere Pentagon-zwendel. Altijd als er veel van andermans geld te verspillen is, zullen er ook mensen zijn die maar al te graag de premie opstrijken die die verspilling oplevert. De projecten van Pentagon en Nasa, de Eurofighter, de Eurotunnel en de Franse snelle-kweekreactor Superphenix vormen daarvoor, zoals ik in *De bodemloze put* heb laten zien, overvloedig bewijs. In alle gevallen hebben de bedenkers niet meer nodig dan een fantastische, pas nu bereikbare droom – onzichtbare vliegtuigen, revolutionaire nieuwe technologieën, onbeperkte energie enzovoort - en moeten ze degenen die het geld ervoor fourneren overtuigen dat ondoordachte, onwetenschappelijke snelheid geboden is.

Het enige abnormale aan de dotcom-zeepbel was de plotselinge beschikbaarheid van andermans geld als gevolg van de groei van fondsen voor beschikbare-premiepensioenen gecombineerd met de droom van de nieuwe-technologie-revolutie. Als George W. Bush zijn zin kreeg en wat geld van de Amerikaanse sociale zekerheid in de aandelenmarkt mocht steken – wat uiterst onwaarschijnlijk lijkt na de strovuren van Nasdaq en Newyorkse Effectenbeurs – zouden we wel gek moeten zijn om niet elke paar maanden een zeepbel rond het een of ander te verwachten.

Dat bouwen voor het ontwerp voltooid is bijna altijd uitloopt op een verhoging, eerder dan verlaging, van de kosten (tenminste bij door de Amerikaanse overheid gefinancierde projecten, waarover vrijwel volledige documentatie beschikbaar is) wijst naar een derde reden

om ertoe over te gaan – de *stijging* van de kosten. We kunnen er niet zeker van zijn dat die in alle gevallen opgaat, maar ze geldt zeker in veel ervan. En in ieder geval bij de projecten van Pentagon en Nasa, waar de financiering werkt op cost-plusbasis, betaald door de Amerikaanse overheid, en in beursintroductions, waar de premie voor de organiseerene zakenbank des te hoger is naarmate de transactie omvangrijker is.

Het basisprincipe van bouwen voor het ontwerp voltooid is – eerst doen, dan denken – is in feite de cultuur geworden van veel, zo niet de meeste grote financiële instituties. Dat werd eind oktober 2001 bondig samengevat door het nieuwe hoofd van het effectenhuis Merrill Lynch, Stan O’Neal: ‘Altijd was er de gedachte: laten we eerst maar de activa binnenhalen, dan kijken we later wel hoe we eraan kunnen verdienen.’²⁰¹

Wat er met die gedachte mis was werd door wijlen Peter Martin mooi samengevat, toen hij schreef dat er een les was ‘die bij iedere zeepbel opnieuw geleerd moet worden: de meeste nieuwe zakenmodellen werken niet. Traditionele zakenmodellen domineren de economie omdat ze de tand des tijds doorstaan hebben.’²⁰²

Bouwen voor het ontwerp klaar is is echter zo gebruikelijk bij projecten van ondermeer Pentagon en Nasa en was zo gangbaar bij beursgangen in de zeepbeljaren, dat het nog een hele toer kon zijn uit te leggen waarom het niet ook ‘de tand des tijds doorstaan’ had. Het is, gecombineerd met een paar van de andere praktijken in het Beleggersvertrouwensspel, een feilloze manier om slachtoffers van hun geld af te helpen.

Een spectaculaire illustratie hiervan was de, in Amerika volledig mislukte, lancering van internet-supermarkten. Webvan Group Inc. was de laatste van de grotere in de Verenigde Staten toen *The New York Times* er, op 19 februari 2001, een interessant artikel aan wijdde.²⁰³ Dat was ongeveer een maand nadat Goldman Sachs, die er een van de eerste investeerders in geweest was, het liet vallen van de ‘aanbevolen’-lijst en het reduceerde tot ‘market-performer’, wat dat ook mocht betekenen. Op 16 april 2001 degradeerde Bear Sterns het van ‘attractief’ tot ‘neutraal’, en liet het drie maanden later helemaal uit de waardering vallen. De onderneming bestaat nu niet meer. Op 20 december 2001 hield zij op te bestaan, toen de faillissementsrechter de plannen goedkeurde om alle activa uit te verkopen. Hoewel een deel van de crediteuren nog wel iets kregen, was er geen geld voor de aandeelhouders.²⁰⁴ Aandelen Webvan waren van de beursintroduction in november 2000 van 15 dollar vrijwel onmiddellijk omhoog gesprongen tot bijna 35 dollar. De onderneming had tevoren (op 5 september 2000) een concurrent, HomeGrocer uitgekocht. Gecombineerd hadden de twee ondernemingen 646 miljoen dollar van institutionele beleggers en 561 miljoen dollar aan durfkapitaal verzameld. Klik op WBVNQ op BigCharts.com, dan zie je met één blik op het diagram dat kopers van

introductie-emissies die weer heel vroeg uitstapten er waarschijnlijk prima vanaf gekomen zijn.

Waarom was dit idee van kruidenierswaren bestellen via internet die dan vervolgens werden thuisbezorgd zo'n spectaculaire mislukking? Afgaand op de analyse die *Times* ervan gaf was dat voor een groot deel te wijten aan bouwen voor het ontwerp klaar is, al noemde het tijdschrift het niet bij die naam. 'Ze hadden moeten opereren in één vestiging, die ze bij wijze van etalagemodel perfect in orde hadden moeten krijgen en daarmee aantonen dat ze een positieve cashflow konden hebben. 'Niemand is ooit naar de beurs gegaan met een nationaal filiaalbedrijf zonder één correct functionerende vestiging,' zei Lauren Levitan, een analist van het huis Robertson Stephens.

Dat zou een toepassing geweest zijn van de wetenschappelijke methode – beginnen met een prototype, optredende gebreken verhelpen, en daarna uitbreiden. Dat was heel duidelijk niet wat Webvans top-managers en ontwikkelaars deden.

De onderneming plande vestigingen in 26 steden en startte er feitelijk in tien. Ze bood aflevering van de bestelling binnen dertig minuten. Zij bouwde gigantische gecomputeriseerde magazijnen met enorme draaiende toestanden in gigantische vrieskasten, waarmee één bediende een bestelling kon verzamelen uit een assortiment van meer dan achtduizend verschillende artikelen. Van dergelijke magazijnen had zij er verscheidene, plus alle bestelauto's en chauffeurs die daarbij hoorden. De gecomputeriseerde distributiecentra die Webvan bouwde besloegen allemaal ruim 30.000 m². Die van HomeGrocer waren kleiner, zo'n 9.000 tot 12.000 m², en minder geautomatiseerd. De grootste van deze centra stonden op industrieterreinen bij San Francisco, Atlanta en Chicago. De kleinere op vergelijkbare locaties bij Los Angeles, Seattle en Portland (Oregon). Webvan had speciaal ontworpen, complexe software, waar het eind 2000 meer dan 40 miljoen dollar aan besteed had.²⁰⁵

Dit alles was opgezet om een product te verkopen dat niet alleen in iedere buurtsupermarkt te krijgen was, maar dat ook per thuisbezorging na bestelling per telefoon, fax of e-mail verkrijgbaar was bij veel van die zelfde supermarkten. En vrijwel al die supermarkten konden vrijwel van de ene dag op de andere op thuisbezorging overgaan als ze hun omzet zagen wegvloeien onder de invloed van on-line supermarkten. Geen van de bestaande supermarkten hoefden magazijnen op te zetten, omdat hun winkels al als zodanig functioneerden en veel ervan betaalden al personeel dat in stille perioden stond te wachten en niets te doen. Die konden makkelijk aan het werk gezet worden om gefaxte bestellingen in de winkel klaar te maken en ze eventueel op bestemmingen in de buurt te bezorgen. Interessant

genoeg werd ook de Eurotunnel, die nog altijd alles behalve een commercieel succes is, in een markt gezet die al volledig bediend werd door tamelijk adequate voorzieningen – veerboten en vliegtuigen.

Twee vragen dringen zich op. Ten eerste: hoe kon zo'n evident slecht idee als on-line verkoop van kruidenierswaren ooit aangevat worden? Ten tweede: hoe kon zo'n dubieus idee uitgevoerd worden voor het ontwerp klaar was? Op de eerste vraag heb ik geen antwoord. Slechte ideeën worden nu eenmaal soms gepropageerd, dat is alles. Maar de tweede vraag maakt wel iets duidelijk over de eerste. Als je het hele ding gaat bouwen voor het behoorlijk ontworpen is, dat wil zeggen op de schaal van een prototype uitgetest, kan pas bewezen worden dat het een slecht idee is, als het te laat is.

Volgens de meest bekende klokkenluider met betrekking tot projecten van het Pentagon, Ernest Fitzgerald, die persoonlijk ontslagen werd door de toenmalige president Richard Nixon omdat hij ruchtbaarheid had gegeven aan het ondeugdelijke ontwerp van en de corruptie rond het C-5 militaire transportvliegtuig, zijn er bij de gigantische projecten van het Pentagon slechts twee stadia: 'Het eerste stadium – dan is het te vroeg om er iets over te kunnen zeggen. Het tweede stadium – dan is het te laat om nog te stoppen... Houd de details en de omstandigheden, de stand van zaken en al het andere geheim. In de fase van geheimhouding zeggen ze altijd: "Het is nog te vroeg om iets te zeggen, we verleggen de grenzen van de wetenschap enzo." Tot ze plotseling overschakelen naar: "Ja, we hebben wat problemen, maar nu is het te laat om te stoppen." Het is een eenvoudig procédé, maar meestal werkt het.'²⁰⁶

Pentagon-leveranciers doen het, dus waarom geen dotcom-ontwikkelaars? Op het eerste gezicht kan het absurd lijken dat de machtige 'Stealth' B-2 bommenwerper en de nederige on-line kruidenier Webvan allebei producten zijn van hetzelfde soort zwendel, maar de aanwijzingen liegen niet.

In die tijd was er rond het investeren in internet-ondernemingen een 'filosofie' die luidde 'doe het groot of laat anders maar'. David Beirne, specialist in 'durf'kapitaal bij Benchmark Capital legt uit: 'Het is makkelijk gezegd: "Nou, het had het toch best minder gekund..." Maar het was ingewikkeld. Hier was een unieke gelegenheid om op de beurs een geweldige hoeveelheid kapitaal te werven, dus konden we een onderneming heel wat sneller opbouwen dan Sam Walton zijn Wal-Mart over het land uitrolde. Maar om aan het geld te komen moest je je profileren, een merknaam opbouwen en de investeerders grote beloften doen.'²⁰⁷

Omdat de zakenbankiers hun geld kregen uit het afsluiten van deals, was dat wat ze probeerden in gigantische hoeveelheden te doen, of die deals nu zin hadden of niet. ‘Iedere zakenbankier en financieel commentator joeg ons op om verder, en sneller, te gaan dan waar we ons werkelijk prettig bij voelden. Ze verzekerden ons dat het geld in eindeloos aanbod beschikbaar was,’ zegt de stichter van HomeGrocer, J. Terrence Drayton.²⁰⁸ Natuurlijk was het geld een tijd lang beschikbaar in iets als een eindeloos aanbod – voor de zakenbankiers, zoals het nog steeds vrijwel onbeperkt beschikbaar is voor ondernemingen die onzichtbare, maar wel degelijk op de radar verschijnende vliegtuigen bouwen, of radarsatellieten voor raketafweersystemen die niet functioneren.

Dit lijkt ook te zijn wat er is gebeurd met derde-generatie mobiele telefoons. De droom was simpelweg dat je het internet in je broekzak mee kon dragen. Met behulp van net zoiets als je tegenwoordige mobieltje kon je dan behalve telefoongesprekken voeren: naar het nieuws kijken, alle beurshandelingen verrichten die nu op internet mogelijk zijn, kijken naar filmclips of life-sportevenementen, naar muziek luisteren, aan videoconferenties deelnemen, e-mail downloaden en verzenden enzovoort. Dit zou de ultieme uitbreiding zijn van de ‘revolutionaire’ nieuwe technologie. De zakenbanken floreerden op de tarieven die ze binnenhaalden met iedere beurs-introductie, iedere obligatie-plaatsing enzovoort. Ook een aantal Europese regeringen liepen binnen. In het jaar 2000 veilde het Verenigd Koninkrijk de breedband en UMTC-frequenties voor 32 miljard dollar.²⁰⁹ Negen andere Europese regeringen deden hetzelfde en in totaal haalden deze regeringen meer dan 104 miljard euro contant geld binnen, in 2000 alleen.²¹⁰ In de Inleiding hebben we gezien waar al dat geld uiteindelijk vandaan kwam – van de beschikbare-premie pensioenfondsen en de spaarpenningen van geweldige aantallen hardwerkende lieden. Dat was dus een volgend voorbeeld van het in de inleiding besprokene – op de zeepbel werd zwaar belasting geheven en de eruit voortvloeiende begrotingsoverschotten in vele landen waren feitelijk overboekingen van de spaarcenten van miljoenen mensen. Aangezien de rijken altijd wel manieren hebben om de belasting te ontduiken, maar de middenklassen en de armen meestal niet, betekenden deze gigantische betalingen voor zendvergunningen een nogal drastische belastingheffing op het spaargeld van de betrekkelijk armen. Merkwaardig genoeg gebeurde dit in Engeland en Duitsland door zogenaamd centrum-linkse regeringen. Centrum-links, dat bleek eenvoudig de plek waar deze regeringen hun belastinginkomsten vonden. In ruil voor dit spaargeld kregen de telecom-bedrijven het recht op de betreffende frequentiebanden te opereren. Wat ze niet kregen, dat was de geschiktheid om er op een ook maar een beetje winstgevende manier te opereren. Om dat te bereiken hadden ze met z’n allen op z’n minst

nog eens 100 miljard dollar moeten uitgeven, sommige krantenschrijvers schatten dat zelfs op wel 600 miljard. De hoogste schatting is waarschijnlijk te hoog, maar de laagste is vrijwel zeker te laag. In het algemeen gesproken komen projecten die gebouwd worden voor het ontwerp is voltooid, uit op twee tot driemaal de oorspronkelijke schatting. De Kanaaltunnel, die bij voltooiing het dubbele had gekost van de oorspronkelijke maximale schatting, vormt een kenmerkend voorbeeld.

Sommige commentatoren zeggen dat dit te wijten is aan het feit dat de ontwikkelaar bewust de prijs flatteert, dat wil zeggen dat hij welbewust een te laag bedrag noemt, om de koper te verleiden. Voor die stelling is nauwelijks bewijs, en bij de Eurotunnel heb ik er ook geen aanwijzingen voor gevonden. Ik heb er wel bewijzen gevonden dat er welbewust gebruik gemaakt was van de methode van het bouwen vóór voltooiing van het ontwerp. In 1990, toen het grootste deel van de tunnel al gegraven was, kwam er bijna een eind aan het project als gevolg van een ruzie tussen de tien aannemers en de exploitatiemaatschappij, Eurotunnel. Op het laatste nippertje kwamen ze tot een schikking, die uiteindelijk zou leiden tot een virtueel failliet van Eurotunnel. De laatste van de zeven opeenvolgende projectmanagers zou later zeggen: ‘Toen ik in februari 1990 arriveerde, op de avond dat het schikkingscontract getekend werd, was het transportsysteem zelf voor zo’n 30% ontworpen, en dat was de sleutel voor het geheel.’²¹¹

Al was het graven al ruim twee jaar aan de gang en voor een groot deel van de tunnel ook gedaan, toch was het ontwerp van het transportsysteem dat erin gebruikt zou worden nog niet eens deugdelijk doordacht. Een duidelijk voorbeeld van gelijktijdigheid – bouwen vóór het ontwerp voltooid is.

Al valt dus het onderbieden gewoonlijk niet te bewijzen, gelijktijdigheid bij de bouw is achteraf bijna altijd aan te tonen. Gewoonlijk beroemen de ontwikkelaars zich erop, zeker vooraf. Ze gebruiken het als een pluspunt bij de verkoop, net als hun eigen belangenconflicten, zoals elders in dit boek ter sprake komt.

Wat betreft de technologie voor de derde generatie telefoons, niemand wist werkelijk hoe het moest, niemand wist zelfs welke *content* wanneer beschikbaar zou komen. Evenmin wist iemand of er iets van zichtbare waarde voor de consument, of zelfs voor de meeste zakenlieden in zou schuilen. Het is waardevol, en dat is het bijna altijd geweest, voor geweldig grote aantallen mensen van alle leeftijden en gezindten om een telefonisch gesprek te kunnen voeren vanuit een rijdende auto of van allerlei andere plaatsen waar een vaste telefoon niet onmiddellijk beschikbaar is. Steekt er een evidente waarde in de videoclip van een sportgebeurtenis of dat je wat er op de beurs gebeurt op het moment zelf kunt volgen

terwijl je op straat loopt? Voor sommigen, misschien. Maar zouden dat er genoeg zijn, met genoeg geld om het ding winstgevend te maken? Die vraag kan ik niet beantwoorden. Dat konden de leiders van bijna alle grote telefoonmaatschappijen evenmin. Maar ze zetten er andermans spaargeld vol op in, alsof ze niet alleen wisten wat het antwoord op de vraag was, maar ook hoe ze de technologie moesten laten functioneren, en zelfs ook nog hoe de financiële markten zouden werken.

Neem bijvoorbeeld 's werelds grootste mobiele-telefoononderneming, Vodafone. In 2000 kocht die tien derde-generatielicenties, voor meer dan 14 miljard euro. Maar gaf toen een jaar later toe dat haar technologie niet het data-zendvermogen kon halen dat nodig is om videoclips uit te zenden, of zelfs maar te voldoen aan de Engelse overheidsspecificaties voor een derde-generatielicentie.²¹²

Vlak na deze veilingen deed zich een opeenvolging voor van overnames van de ene mobiele-telefoononderneming door de andere. France Telecom betaalde bijvoorbeeld 22 miljard euro contant aan Vodafone voor de mobiele-telefoonoperator Orange.²¹³

France Telecom hoopte wat van het geld terug te krijgen door aandelen te verkopen. Maar de beursintroductie in februari 2001 van een deel van de aandelen Orange kwam nadat er al wat lucht uit de Nasdaq-zeepbel was ontsnapt, verliep dus catastrofaal en bracht de onderneming slechts ongeveer éénderde op van wat zij had gedacht op te halen.²¹⁴ Daarna zakte het aandeel op de eerste handelsdag tot onder de introductiekoers.²¹⁵ Hoewel het er daarna kort boven uitsteeg staat het er nu, terwijl dit schrijf (24 oktober 2002), weer ongeveer éénderde onder. France Telecom heeft op de rand van een faillissement gestaan en andere mobile-telefoonmaatschappijen, zoals MobilCom in Duitsland zijn ook werkelijk over de rand gevallen.

Zeker, het derdegeneratie-fiasco was een geval van bezwending door zakenbanken en in dit geval regeringen, maar was het bouwen vóór ontwerpen in dezelfde zin als de B-2 bommenwerpers of internetkruideniers? Eigenlijk wel – er was niets dan technologische onzekerheid rond de derde-generatiemobieltjes, dat hebben we gezien aan Vodafone's ervaringen. Was er een wereldomvattende standaard voor deze apparaten die duidelijk door zakenlieden overal ter wereld gebruikt zouden worden? Nee. Er waren tenminste twee versies van de technologie, de ene, CDMA2000, gepropageerd door Qualcomm en de andere, UMTS, gepushed door verscheidene Europese telecommatachappijen.²¹⁶ Ze waren incompatibel, maar wellicht konden er ontvangers gemaakt worden die ze allebei konden ontvangen. En zou de technologie werken zonder haperen? Misschien, maar er waren problemen met het overschakelen van de ene zender naar de andere. Konden ze ze in grote hoeveelheden

produceren als het apparaat werkelijk een commercieel succes bleek? Een goede vraag. En het scherm? Full-color, maar wie wil een film zien op het scherm van een mobiele telefoon. Kan er niet zoiets als een uitvouwbaar scherm bij gemaakt worden? Vast wel, maar dat zou nog moeten gebeuren. En zoiets eenvoudigs als de batterijen? Met een fullcolor scherm en een apparaat dat altijd aanstaat zijn die snel leeg. Wordt dat probleem opgelost? Bijna zeker, misschien met brandstofcel-batterijen, maar dit, en alle andere technische problemen, waren in de verste verte nog niet opgelost op het moment dat de ondernemingen zich opsloten op deze weg naar de ondergang. Alleen een cultuur die het gelijktijdig bouwen als deugd op een voetstuk gezet heeft zou er ook maar over denken zich op derde-generatietelefoons te storten.

Hoe hebben de topmanagers van deze telecommunicatie-ondernemingen, gezien aan hun uitzonderlijk maatschappelijk succes kennelijk uitermate intelligente mensen, toch zo dom kunnen zijn? Hoe ongelooflijk het ook lijkt, sommigen ervan geloven misschien werkelijk in bouwen vóór ontwerpen. En waarom niet? Voor henzelf had het in het verleden zo dikwijls gefunctioneerd. Ze hebben het gebruikt, en ze zijn er beter van geworden. Kan het hun schelen dat het project zelf mislukt, als zijzelf er beter uitspringen dan ze eraan begonnen?

Het volgende hoofdstuk bespreekt hoe ontwikkelaars dat voor elkaar krijgen.

Hoofdstuk 8

Dromen van onschendbaarheid

Een hoofdstuk van *De bodemloze put* ging over het bij grote hightech projecten afschuiven van alle risico op de koper of de belastingbetaler. Gewoonlijk gebeurde dat met cost-plus-contracten. Bij Pentagoncontracten, bijvoorbeeld, zijn er vaak geen controleerbare eindproducten. In plaats daarvan worden de aannemers betaald voor het voltooien van een piepklein onderdeel van het totale project, al is er bijna nooit sprake van externe controle en is er vaak ook nauwelijks iets om te controleren. De aannemers krijgen betaald op basis van hun kosten plus een percentuele opslag, die hun winst uitmaakt. Feitelijk verkopen de aannemers hun kosten aan de overheid. Ze krijgen dus betaald terwijl het project loopt en tegen de tijd dat ze hun betaling volledig geïncasseerd hebben wordt het project als voltooid beschouwd, of het nu werkt of niet. Aangezien het in dit systeem voor de aannemer niets uitmaakt of het eindproduct werkelijk functioneert, nemen de aannemers met genoeg zoveel tijd als mogelijk en maken ze het eindproduct zo ingewikkeld als ze kunnen. En als het project op een totale flop uitdraait? Als de verf op de zogenaamd onzichtbare vliegtuigen er in de regen afspoelt en het vliegtuig zelfs op J.F.Kennedy-airport compleet op de radar zichtbaar is, zoals met de B-2 bommenwerper, wat dan? Dat is het probleem van de belastingbetaler, niet van de aannemer. Een bespreker op de financiële pagina van *Le Monde* schreef (over de Franse versie van *De bodemloze put*): ‘Kenmerkend ervoor zijn collectivisering van de verliezen en privatisering van de winst.’²¹⁷ Wat ik me niet had gerealiseerd is dat deze algemene praktijk bij corrupte hightechprojecten in feite kenmerkend was voor grote moderne markten, die even corrupt blijken als de ergste Pentagon-zwendels.

Het risico doorspelen naar iemand die geen insider is, wat gewoonlijk neerkomt op afschuiven naar de kleine belegger of de belastingbetaler, zit zo ingebakken in het karakter van beursgenoteerde ondernemingen dat het pas zichtbaar wordt als een beurscrash de elementen onthult die erin samenspelen. Bijna alle elders in dit boek besproken methodes zijn daar voorbeelden van, bijvoorbeeld: voor de gangmakers komt alle winst uit de beursgang, opties, spinning, classeringen door analisten, monddood gemaakte externe accountants, afgekochte bestuurders, en gelijktijdigheid van uitvoeren en plannen bij beurs-introducties.

De tien rentevoetverlagingen door de Federal Reserve vanaf 3 januari 2001 zijn nu volgens sommige commentatoren aan deze lijst toegevoegd. Op 4 januari schreef de dagelijkse financiële column van de *Financial Times*: ‘De halve punt verlaging van de rentevoet door de Amerikaanse centrale bank is misschien niet speciaal uitgedacht om de

beurs uit de moeilijkheden te helpen. Maar dat is wel precies wat hij dreigt te zullen doen... Door de investeerders te laten zien dat hij hen hoe dan ook zal redden moedigt hij [Greenspan] het nemen van buitensporige risico's en de vorming van toekomstige zeepbellen aan. De investeerders zouden zich moeten afvragen of de FED werkelijk hun belangen dient als ze een zo klassiek moreel risico voedt.²¹⁸

Op de ochtend van 3 januari 2001 opende de Nasdaq 100 op 2087, omstreeks even hoog als midden 1999, en ver beneden het plafond van 4816 in maart 2000. De rentevoetverlaging met een half procent, uitgevoerd tussen reguliere vergaderdata en tweemaal zo groot als verwacht voor de volgende, voor eind januari geplande reguliere vergadering van de Fed, kwam als een totale verrassing. De Nasdaq 100 schoot in de uren na de aankondiging 19% omhoog. En op 19 januari sloot hij ruim boven het sluitingsniveau op de dag van de aankondiging.

Ray De Voe, beleggingsadviseur bij een groot Amerikaans handelshuis, zei: 'Wall Street is er zo van overtuigd dat Greenspan hen uit de brand zal helpen dat ze geneigd zijn meer risico te nemen dan normaal. De aanname is dat in het geval van een beurspaniek Greenspan de rentevoet zal verlagen of gewoon iets doet om het probleem weg te masseren.'

De Voe haalde zelfs opnieuw rondgaande geruchten aan over een geheime anticrashploeg.²¹⁹ Hij sprak erover alsof die waarschijnlijk wel niet zou bestaan maar, zoals wij weten, is dat wel degelijk het geval. De vorige keer dat er bericht was over het werk van de anticrashers was op 4 april 2000, de dag van de eerder genoemde Nasdaq bungee-jump.

Werd de Nasdaq gered door de rentevoetverlagingen? Voorlopig nog niet. In oktober 2002, kort voor de tiende verlaging, was zij gezakt tot een dieptepunt van 195. Bijna alle verlagingen hadden echter voor oplevingen gezorgd (zij het soms niet meer dan een rimpeling) van verschillende omvang. Insiders gebruiken die oplevingen als nooduitgang, stomkoppen blijven gewoon zitten. Het economisch nut van ten minste een paar van de *tien* verlagingen werd op grote schaal aangevochten. Hadden die beurs-oplevingen ten minste het bedoelde minimum-effect? Zou het anticrashteam *trickle down economics* gebruiken?

Een andere manier om alle risico op buitenstaanders af te schuiven is allereerst voor hen te verhullen hoeveel risico ze toch al lopen. Afgaand op hoe het in de Enronzaak ging, is dat tenminste soms door de grote kredietbeoordelaars gedaan.

De drie grootste Amerikaanse kredietbeoordelingsfirma's - kort al in eerdere hoofdstukken aan de orde gekomen - zijn Moody's, Standard&Poor's, en Fitch. Zij beoordelen de kredietwaardigheid van ondernemingen die daarom vragen. Ondernemingen doen dat als ze proberen aandelen uit te zetten onder het investeerderspubliek.

Pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen is het vrijwel verboden te investeren in iets met minder dan *investment grade*. Federale wetgeving stelt dat deze *ratings* vastgesteld worden door ‘nationaal erkende erkende statistische waarderings-instanties (NISRO).’ En de SEC heeft niet meer dan zeven van zulke instanties aangewezen: Moody’s, S&P, en vijf andere die later zijn samengegaan in Fitch.²²⁰ Zij functioneren met kracht van wet en hebben een door de overheid ingestelde wurggreep op het hele rating-gebeuren. Hun waarderings worden ook gebruikt als drempels voor kredietfaciliteiten bij fusie- en leenovereenkomsten.²²¹

Kredietbeoordelaars kunnen ook de schuldpositie van ondernemingen waarderen met ‘niet in beleggen’, en doen dat ook, met een veelheid van gradaties in ‘dobbelsteen’ of ‘junk’-waarderingen.

Wie betaalt deze kredietbeoordelaars? De onderneming die beoordeeld wordt. Hoewel dat een duidelijk voorbeeld van belangenvervlechting is, noemen de beoordelaars de bijdrage van elke onderneming zo klein dat die als omkoopsom verwaarloosbaar is. Dus het geld dat ze van de te waarderen firma’s krijgen speelt, zeggen zij, geen rol.

Maar zijn de grote beleggers niet bezorgd vanwege de mogelijkheid van corruptie? Kennelijk niet, en een reden daarvoor is dat ze die NISRO’s meestal niet gebruiken. In een Senaats-onderzoeksrapport van 8 oktober 2002 wordt gesteld: ‘Ongeveer 95% van de niet-staatsobligaties [??NAVRAGEN??] zijn in handen van institutionele beleggers, met eigen analisten om de waarde van de effecten waarin ze beleggen, in te schatten.’²²²

Verder zijn de kredietbeoordelaars meestal tamelijk juist ingelicht, volgens het senaatsrapport: ‘Als we op de geschiedenis mogen afgaan, hebben de waarderings-instanties het gewoonlijk bij het rechte eind.’ De hoogst gewaardeerde aandelen hebben gemeten over een periode van tien jaar of meer een uitvalpercentage van minder dan één, en bij werkelijk laag gewaardeerde fondsen is dat 55 in dezelfde periode.’²²³

Wat gebeurt er als ze het mis hebben, zoals bij Enron? Dan staan ze beschaamd en maken in het openbaar hun excuus, zoals ook in dit geval. Maar als benadeelde pensioentrekkers, wier spaarpenningen verloren zouden zijn gegaan als gevolg van het falen van de waarderings-instantie, een rechtzaak tegen hen beginnen staan ze met lege handen. De kredietbeoordelaars geven simpelweg *meningen*, die net als een opinie in een hoofdartikel van de *New York Times* vallen onder de grondwettelijke vrijheid van meningsuiting. Maar hoofdartikelen in kranten hebben niet het gewicht van federale wetgeving, zult u tegenwerpen. Daarin zou u gelijk hebben. Vormen de kredietwaardeerders een evident verder bederf van een al gemanipuleerde beurs? Ik meen van wel.

Nog eind maart 2000 gaven alle drie kredietwaardeerders Enron als waardering ‘investeren’. Dat gaf toegang tot de kapitaalmarkten en maakte het mogelijk dat een aantal pensioenfondsen aandelen Enron kochten.

In juli trad bestuursvoorzitter Jeffrey Skilling plotseling af - voorpaginanieuws voor de financiële bladen. Maar geen reactie van de kredietbeoordelaars.

Begin oktober 2002 belde Enrons tweede financiële man Moody’s en S&P om te zeggen dat Enron op het punt stond een vermindering van eigen vermogen van 1,2 miljard dollar aan te kondigen, als gevolg van een fout in de boekhouding en een afschrijving van 1 miljard in inkomen na belasting. Wat deed de kredietbeoordelaar? Weinig. Volgens het senaatsrapport: ‘Uit niets blijkt dat ze moeite deden om een samenhangende verklaring te krijgen voor het waarom van de vermogensvermindering of de reden waarom een zo ingrijpende boekhoudfout gemaakt had kunnen worden.’²²⁴

Op 12 oktober belde Enrons bestuursvoorzitter Kenneth Lay S&P en Moody’s om hen een eventuele verlaging van de waardering af te brengen. Volgens het senaatsrapport: ‘Noch Moody’s noch S&P ondervroegen Lay omtrent de enorme aanpassing van het eigen vermogen.’²²⁵

Op 17 oktober onthulde *The Wall Street Journal* het vernietigende verhaal dat Andrew Fastow nep-partnerships had opgezet om Enrons verliezen en schuld te camoufleren. Deden de kredietbeoordelaars toen iets? Alweer, weinig. Volgens het Senaatsrapport ondervroegen ze Enron-functionarissen over de beschuldigingen, maar die ‘ontkenden simpelweg kennis te hebben van de details.’²²⁶ Dus de kredietbeoordelaars zwegen.

Het zou tot 25 oktober duren voor een ervan Enron een lagere waardering gaf. S&P stelde dat Enron’s kredietperspectieven negatief waren, maar handhaafde de waardering ‘investeren’.

Op 29 oktober zei Todd Shipman, de analist die bij S&P Enron onder zich had, op een van de grote zenders voor beursnieuws die een bijna eeuwigdurend optimisme propageren, CNN Financial News Network: ‘Enrons vermogen de rating vast te houden die het momenteel heeft [investeren] zal op de lange termijn uitstekend blijken.’ En Fastows buiten de boeken gehouden partnerships? Shipman zei dat S&P erop ‘vertrouwde dat er daaraan geen gevolgen voor de langere termijn verbonden zijn en dat het volledig tot het verleden behoort.’

Het Senaatsrapport merkt op: ‘Aangezien hij van Enron geen informatie heeft gekregen over de beschuldigingen van dubieuze transacties en een dito boekhouding, is het onduidelijk waarop Shipman deze opmerkingen baseerde.’²²⁷

Op 1 november 2002 verlaagde S&P de kredietwaardigheid van Enron dan toch – nog steeds *investment grade*, maar nog twee stappen boven de ‘junk’ waardering. S&P zette Enron ook op ‘negatief oordeel van de kredietbeoordelaar’, met de vermelding dat verdere verlaging mogelijk was. De volgende dag zei Shipmans baas Ronald Barone echter tijdens een *conference call*: ‘We vertrouwen er vast op dat er niet nog meer verrassingen zullen komen.’²²⁸

Op 5 november verlaagde Fitch Enron tot één stap boven ‘junk’. Toen, op 5 november, deelde Enron de drie kredietbeoordelaars mee dat het op het punt stond te fuseren met een andere energie-onderneming, Dynegy, met als grootaandeelhouder de oliegi-gigant Chevron Texaco. Volgens het Senaatrapport: ‘Verklaarden alle kredietbeoordelaars dat zij tot 28 november Enrons rating alleen boven “investeren” hielden *vanwege* de voorgenomen fusie.’ Fitch wijzigde zijn rating van negatief naar ‘in ontwikkeling’.

Op 8 november had Enron een nieuwe opgave aangekondigd van het bedrijfsresultaat over de afgelopen vierenhalf jaar. Maar zowel S&P als Moody’s degradeerden Enron de volgende dag naar hetzelfde niveau als Fitch eerder al had gedaan – nog steeds op ‘investeren’. Toen deed Enron een routine-opgave bij de SEC waarin het iets onthulde dat helemaal geen routine was. De lagere rating door S&P op 9 november had een kredietfaciliteit van 690 miljoen dollar van Enron opgeheven, waarvan noch de kredietbeoordelaars noch, volgens de onderzoekers van de Senaatscommissie, het topmanagement van Enron zich rekenschap gaven. En de kredietbeoordelaars geloofden kennelijk werkelijk de beweringen van het management. De beperkte kredietfaciliteit had verborgen gezeten in een van de buiten de boeken gehouden onderhandse transacties die door financieel directeur Fastow afgesloten was.

Ondanks deze verbazende ontdekking, die impliceerde dat er nog wel meer verborgen kredietbeperking-activeringsdrempels konden zijn, waren de kredietbeoordelaars onbezorgd. De Senaatscommissie rapporteert: ‘de analisten hadden Enron nooit expliciet gevraagd of er nog andere van de krediet-rating afhankelijke kredietbeperkingen waren.’²²⁹ De volgende dag, 20 november, bevestigde S&P zijn krediet-rating voor Enron.

Pas op 28 november, nadat de kredietwaardeerders te weten waren gekomen dat de fusie met Dynegy waarschijnlijk niet door zou gaan verlaagden ze hun waardering voor Enron tot beneden *investment grade* – tot ‘junk’ status dus.²³⁰ Vier dagen later, op 2 december, vroeg Enron faillissement aan. Iemand die alleen de geschiedenis in de kranten gevolgd had, en zijn investeringen had gebaseerd op de verhalenstroom, was er wellicht beter afgekomen dan iemand die zijn vertrouwen gevestigd had op de opinies van de kredietbeoordelingsinstanties.

Hoofdstuk 9

Oplichterij: alleen het goede nieuws wordt doorgegeven

In eerdere hoofdstukken hebben we een aantal redenen gevonden waarom alleen het goede nieuws wordt doorgegeven: een gemanipuleerde beurs met een senaat van market makers, kuddes fondsbeheerders en een anticrashploeg; leveranciersdominantie; gelijktijdigheid van bouwen en ontwerpen; managers en ontwikkelaars die hun geld opstrijken (uit provisies, introductie-emissies, opties enzovoort) vóór het slechte nieuws doorkomt; al het risico doorschuiven naar de koper of de belastingbetaler; en de slechtst mogelijke praktijken die samen het Grote Beleggersvertrouwen spel vormen. In dit hoofdstuk komen nog vier extra redenen ter sprake.

Wie denkt dat het feit dat deze uitgesproken voorkeur van de beurs voor goed nieuws iets anders is dan wat er gebeurt bij grote projecten voor het Pentagon, houdt zichzelf ernstig voor de gek. Kijk bijvoorbeeld maar eens naar het ballistische-raketafweersysteem dat er op dit moment door de huidige president Bush en zijn Republikeinse vriendjes doorgejast wordt. Door de jaren heen is er een volledig gedocumenteerd papieren spoor ontstaan van valse rapporten, die later bleken ofwel op wensdenken of op regelrechte leugens te berusten. In 1984 kondigden Pentagon-functionarissen een volledig succes aan: de infraroodsensors op het *killer*-projectiel hadden de kernkop opgespoord en vernietigd. Maar ze vergaten erbij te vermelden dat de kernkop die het doelwit vormde vóór lancering door technici kunstmatig verhit was. Ze hadden hem ook zo gestuurd dat hij dwars op de baan van de killer vloog en dus een veel langgerechter en makkelijker te vinden doel vormde. Pas jaren later kwam de rekenkamer daar achter. Bij een test in 1991 beweerde het Pentagon dat het projectiel het doelwit had onderscheiden van twee opblaasbare namaakdoelen. Later ontdekte de rekenkamer dat de nepdoelen aan weerszijden van het doelwit waren gefixeerd en de killer eenvoudig geprogrammeerd was om op het object in het midden te mikken. Dit patroon van grove onjuistheden is gecontinueerd. In maart 1999 miste een afweer-interceptor zijn doel. Het Pentagon beweerde echter dat hij 16 van de 17 testopdrachten vervuld had en bracht dat weken later terug tot twee van de vier.²³¹

Bij de eerste praktijk-test van het huidige raket-afweerprogramma, in oktober 1999, testte het 60 kilo zware projectiel dat vanaf de Kwajalein-atol in de Pacific werd gelanceerd níet de sensoren en het besturings- en bedieningssysteem dat het naar het vanaf de Californische luchtmachtbasis Vandenburg gelanceerde doel moesten brengen.²³² De rekenkamer legde uit: data afkomstig van het test-instrumentarium *en van het doel* leidden het

killer-projectiel naar dicht genoeg bij het doel om het eigenstandig te localiseren en ermee in botsing te komen [mijn cursivering].²³³

Het doel zond dus een stuursignaal uit – erg handig om het belastingbetalende publiek een indruk van welslagen te geven, maar niet erg handig in een echte oorlog.

Bij Pentagonprojecten beïnvloeden de leveranciers de president, het Congres en de generaals. De belastingbetalers worden door die samenzwering eenvoudig uitgekleeft. Maar op de beurs, waar geen officiële belastingontvanger met een badge en een pistool is, hoeven velen het geld dat ze er verliezen er helemaal niet heen te brengen. Dus waarom blijven de verblinde beursklanten steeds maar weer meegaan in het gebruik dat de beursgier maakt van leveranciersdominantie, dromen van onbeschrijflijke rijkdom, gelijktijdig bouwen en ontwerpen, enzovoort? Al heeft voor de kleine belegger aandelen kopen op de beurs wel een paar van de angels en voetklemmen van een normale aankoop in de winkel, zoals van een brood of een broodrooster, toch werkt de normale detailhandel heel anders. Als daar een klant zich afgezet of slecht behandeld voelt gaat hij terug om te klagen, of zorgt voor antireclame door er zijn vrienden over te vertellen. Misschien begint hij zelfs een rechtzaak. Op de beurs gaat dat niet op, om tenminste vier redenen.

Ten eerste werken de handelaars er, anders dan bijna iedere normale koopman, vooral via het opwekken van de hebzucht van hun klanten. Wie zijn geld kwijt raakt weet dat hij of zij door hebzucht gedreven werd en aarzelt dikwijls daar openlijk voor uit te komen. Bovendien denkt hij of zij een domme indruk te maken. Hij of zij weet dat iemand anders winst gemaakt heeft en op de beurs is winst maken slim en verliezen dom. De politie constateert dat slachtoffers van zwendelaars vaak te zeer in verlegenheid zijn gebracht om in de openbaarheid te komen.

Ten tweede, in de Verenigde Staten kunnen kopers van aandelen feitelijk hun handelaars geen proces aandoen, ze tekenen een arbitrage-clausule als ze een rekening openen.

Ten derde, de economie functioneert met een ondoordringbaar, geheimzinnig jargon. Die onverstaanbare onzin intimideert, de gemiddelde investeerder met een persoonlijke pensioenrekening zit met zijn handen in het haar en weet niet wat te doen. Bovendien zijn de administrateurs, in plaats van alles inzichtelijker te maken, sinds kort begonnen hem systematisch in de war te brengen. In de Verenigde Staten zijn ze verplicht zich in hun SEC-dossiers te houden aan ‘algemeen aanvaarde boekhoudregels’ (GAAP). Dat betekent dat alle eenmalige kosten en ongebruikelijke uitgaven moeten worden afgetrokken van de inkomsten. Als alle ondernemingen dat doen kan de potentiële aandelenkoper de resultaten van de ene

onderneming ongeveer vergelijken met die van een andere. Ondernemingen zijn echter niet verplicht die algemeen aanvaarde regels ook toe te passen in hun perscommuniqués. Sommige ondernemingen geven pro-formaverklaringen uit op basis van EDITBA, winst vóór rente, belasting en afschrijvingen, kortom zonder aftrek van alle onaangenaamheden. Dan kunnen ze het bedrijfsresultaat heel anders voorstellen, door weglating van ‘ongebruikelijke lasten’. JDS Uniphase kondigde bijvoorbeeld in het vierde kwartaal van boekjaar 2001 een proforma-verlies aan van 477 miljoen dollar. Had het zich daarbij aan de GAAP ‘algemeen aanvaarde regels’ gehouden, waar ze niet onderuit konden toen later de officiële SEC-aangifte gedaan moest worden, dan zouden ze een verlies hebben opgegeven van 7.889 miljard dollar!

Zelfs de GAAP-cijfers kunnen nog een sterk opgeblazen indruk van de winst geven. Eind oktober 2002 begon Standard & Poor kerncijfers te publiceren voor de S&P 500 index. De kredietbeoordelaar begon met GAAP-cijfers en trok daar vervolgens de kosten wegens aandelen-opties en inkomen uit pensioenfondsen (die, behalve als ze de verplichtingen van het fonds te boven gaan, voor de pensioentrekkers apart gehouden moet worden). Na deze aftrek ontstaat er een geheel ander beeld. Op grond van de kale GAAP-gegevens verdienden de S&P 500, de top van de Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen, gezamenlijk 44,93 dollar per aandeel tussen 30 juni 2001 en 30 juni 2002. Maar als de kosten van aandelen-opties en inkomsten uit pensioenfondsen zijn afgetrokken blijft er van de kerncijfers 18,48 dollar over.

Een van de meest aangeprezen fondsen uit de Nasdaq-zeepbel, Cisco Systems, diende in november 2002 cijfers in bij de SEC die het effect van opties aangaven op de inkomsten. Om de waarde van de opties te schatten gebruikten functionarissen van de onderneming het Black-Scholes-model, dat in naslagwerken veelvuldig aangeprezen wordt als een goede manier om de ‘juiste’ prijs voor een optie te berekenen. Volgens deze berekening zou de cumulatief berekende winst van 3,5 miljard dollar over de drie voorgaande boekjaren een cumulatief berekend verlies van 783 miljoen dollar geweest zijn.²³⁵

Ook de reclame van handelshuizen brengt de kopers in de war. Adverteerders doen dat voor de meeste consumptiegoederen, dus dit verschil is er wellicht alleen een in intensiteit. Maar het blijft gigantisch, zowel in de graad van beneveling als in de dimensie van wat er op het spel staat – bij heel weinig gezinsuitgaven, behalve misschien de aankoop van een huis, zijn iemands in een heel leven vergaarde spaarpenningen betrokken. Een voorbeeld van de beneveling is te zien in het gebruik van de koers-winstverhouding. Dat is misschien de eenvoudigste en meest gebruikte maatstaf om te zien of een specifiek aandeel duur of goedkoop is, en of de markt een zeepbel vertoont. Deel eenvoudig de geldende koers door de

winst van de afgelopen twaalf maanden. Ter illustratie: de Standard & Poors 500 was bijvoorbeeld op 31 augustus 2001 massaal te hoog geprijsd. De S&P 500 index stond ongeveer op 1150 en dat leverde een koers-winstverhouding op van 37, huizenhoog boven het historisch gemiddelde van 14-21.

Iemand wiens advies miljoenen ertoe bracht hun spaarpenningen in de Nasdaq-zeepbel te verspelen, was Goldman Sach's strateeg Abby Joseph Cohen. Zij beweerde eind augustus 2001: 'Het koersniveau staat op dit moment iets te laag.' En vervolgde: 'Veel mensen menen dat het te laag staat als de prijs-winstverhouding beneden het historisch gemiddelde ligt, en te hoog als het erboven staat. Dat is onjuist; er bestaat geen juiste prijs/winstverhouding... die kan evengoed een lage 5 als een hoge 35 zijn.'²³⁶ Eind augustus 2001, toen ze als analyse gaf dat de markt 'licht ondergewaardeerd' was, stond de Nasdaq 100 op ongeveer 1600. Eind augustus 2002 was die tot onder de 940 gezakt.'

Maar niemand hoefde zo lang te wachten om te ontdekken dat wat ze zei strijdig was met de economische feiten. In juni 2001 getuigde de onafhankelijke analist David W. Tice voor een congrescommissie: 'De verhouding tussen nieuwe en afgewerkte orders voor de halfgeleiders is op z'n laagst sinds tien jaar. De prijzen zijn de laatste zes maanden zo'n 70% gedaald als gevolg van een massaal overaanbod, de verkoop loopt met tientallen procenten terug, de verwachte verkoopcijfers voor mobiele telefoons zijn rigoureuus teruggeschroefd tot 450 miljoen eenheden... de groei in PC-verkopen loopt drastisch terug.'²³⁷ In feite is minder dan twee maanden na Tice's uitspraak, ongeveer gelijktijdig met de net aangehaalde opmerking van Abby Joseph Cohen, de groei in de afzet van PC's zowel in Amerika als in West-Europa geheel gestopt en in een absolute terugval overgegaan.²³⁸

Weinigen hebben zelfs maar gehoord van David Tice, maar Abbey Joseph Cohen wordt uitvoerig aangehaald op financiële televisiezenders als CNNfn, CNBC en Bloomberg Television. Een oplopende beurs verhoogt niet alleen de aandelenkoersen, maar vergroot ook het publiek voor die programma's. Juister gezegd: een dalende markt verkleint het, omdat de mensen die groot op de beurs verloren hebben wellicht niet willen blijven kopen en dus minder geneigd zijn te blijven kijken. Hoe meer kijkers, hoe meer advertentie-inkomsten deze zenders kunnen krijgen. Als de markt stijgt trekken de presentatoren praktisch op de televisie de champagne open. Als hij daalt staan ze daar met lange gezichten.

In november 2002 waren een aantal van de al te optimistischen onder hen ontslagen en vervangen door voor pessimistisch doorgaande goeroes. Merrill Lynch verving Bruce Steinberg, een van de meest drammerige economisch-directeuren van alle aandelenmakelaarsfirma's. Lehman Brother verving een andere drammer, Jeffrey Applegate,

hun hoogste beleggingsstrateeg. In oktober 2002 loosde Credit Suisse First Boston Tom Galvin, een beleggingsstrateeg die erop stond een groot aandeel Nasdaq-stock aan te houden nadat de neergang van de Nasdaq al begonnen was. ‘Wall Street lijkt terug te keren naar normalere niveau’s van over-optimisme,’ zei Steve Galbraith, de belangrijkste beursstrateeg van Morgan Stanley.

De grote handelshuizen hebben de afgelopen jaren continu fout gezeten met hun voorspellingen. In 2001 hadden ze bijvoorbeeld een winsttoename voor ondernemingen voorspeld van 9%. De winsten daalden met 17%. Een financieel journalist, Pierre Belec, suggereerde toen dat ze het, nu de extreme optimisten ontslagen en door gematigde pessimisten vervangen waren, misschien wel weer opnieuw mis hadden en hun handelen een teken kon zijn dat de baisse voorbij was. ‘Noem het maar een stevig signaal van het tegendeel,’ zei Belec.²³⁹

In de bizarre wereld van de beurs-taal is slecht nieuws bijna altijd goed nieuws. Zo verkondigden analisten, toen in de jaren 1999-2000 de Amerikaanse centrale bank de rentevoet verhoogde, dat dit goed was voor de technologie-fondsen omdat die ondernemingen weinig schulden hadden en dus minder gevoelig waren voor de verandering. Koop dus technologie-aandelen. Toen daarna, in januari 2000 de Fed de rentevoet begon te verlagen gingen de analisten verkondigen dat dit de vraag zou stimuleren en goed zou zijn voor de technologie-aandelen. Dus koop nu technologie-aandelen. Toen de werkloosheid begon op te lopen, verkondigden de handelshuis-analisten dat als gevolg hiervan de Federal Reserve de rentevoet opnieuw zou verlagen, en dat zou over drie maanden de winsten omhoog helpen. Dus moesten de mensen nu technologie-aandelen kopen, voor over drie maanden de koersen weer omhoog zouden gaan. Zes maanden later, toen hightech-ondernemingen slechte verkoopcijfers aankondigden, riepen de analisten dat de bodem van de economie nabij was. Dus moesten de mensen nu technologie kopen. Als de beurs bleef zakken, zoals van januari tot 4 april 2001, zeggen de analisten dat hij nu niet nog lager kan komen. Dus moesten de mensen nu hightech kopen. Dat deden er genoeg om een baissemarkt-opleving te veroorzaken. Jack Grubman, de nu voor het leven uit de effectenhandel verbannen analist van Salomon Smith Barney, had een bordje op de muur van zijn kantoor: ‘KOOP NU!’²⁴⁰

Toen *Business Week* hem aansprak op zijn in eerdere hoofdstukken besproken belangenconflicten, antwoordde hij: ‘Wat vroeger een belangenconflict was, heet nu synergie.’²⁴¹

De bewering dat belangenvervlechtingen een waarmerk, hét verkoop-argument bij potentiële investeerders vormen klinkt wijdverbreid. Eerder heb ik al overduidelijke

voorbeelden bij leverancierscontracten voor het Pentagon besproken. In mijn *Impure Science* (Wiley, New York 1992) heb ik laten zien dat de Defense Science Board, de belangrijkste adviserende instantie met betrekking tot de aankoop van nieuwe wapensystemen, bijna exclusief is samengesteld uit topmanagers van de ondernemingen die de contracten zullen krijgen. In het Congres zeiden die daarover dat het bewijs was dat ze alles over wapens weten.

Zijn alle analisten van grote effectenhuizen dubieus? Geenszins. Sommigen zijn duidelijk integere, intelligente mensen. Die groep lijkt helaas geloosd te worden. John Olsen, analist bij Merrill Lynch, had bijvoorbeeld de topmanagers van Enron tegen zich in het harnas gejaagd door de kredietwaardigheid van het aandeel Enron te verlagen tot ‘neutraal’. Enronmanagers weigerden toen Merrill mee te laten doen in een emissie van 750 miljoen dollar. In een memo van 18 april 1998 schreven twee bankiers van Merrill hun bestuursvoorzitter Herbert Allison met het verzoek actie te nemen. De memo stelde: ‘De beslissing [Merrill uit te sluiten] berustte uitsluitend op de beoordelingskwestie en was bedoeld om een krachtig signaal af te geven over hoe insnijdend de gevoelens van Enrons topmanagement zijn met betrekking tot de resultaten van ons beoordelingsonderzoek.’ Volgens de onderzoekers van de senaatscommissie nam Allison toen contact op met Kenneth Lay en andere hoge Enronfunctionarissen en overtuigde hij hen Merrill in de transactie te betrekken. Vier maanden later verliet Olson Merrill Lynch. Hij werd vervangen door een andere analist, die Easy heette en de kredietwaardigheid van Enron weer verhoogde.

Een van de bankiers die de eerder genoemde memo geschreven hadden, schreef Allison in januari 1999: ‘Het is duidelijk dat uw invoelende boodschap door de onderneming gewaardeerd werd, en alle vijandigheid in dat opzicht lijkt in de maanden erna verdwenen te zijn. Daartoe hebben we recentelijk twee aanzienlijke opdrachten van Enron gekregen. De totale provisie voor Merrill Lynch op grond van deze twee transactie alleen zou 40-50 miljoen dollar moeten belopen.’²⁴²

Merrill Lynch legde de onderzoekers van de Senaat een verklaring voor dat de onderneming altijd ‘met Enron op afstand had geopereerd en zakelijke beslissingen genomen op basis van de beschikbare informatie.’²⁴³

Volgens Merrill Lynch was Olson niet verdwenen vanwege zijn inschatting van Enron, maar als gevolg van een reorganisatie van de krediet-onderzoeksafdeling. Olson getuigde in een Senaatshoorzitting dat de zogenaamde reorganisatie ‘volledig nieuw voor mij’ was, en ‘nooit onderwerp van gesprek is geweest.’

De hoofden van Merrill Lynch, bestuursvoorzitter David Komansky, en financieel directeur Stanley O’Neal, die er vijf weken tevoren in hadden toegestemd een boete van 100

miljoen dollar aan de staat New York te betalen om het onderzoek te beëindigen naar belangenvervlechtingen bij de afdeling kredietonderzoek, gaven een gezamenlijke verklaring uit op de dag van de Senaat-hoorzitting: ‘In de teneur van de hoorzitting is een verontrustend scepticisme en wantrouwen merkbaar – niet alleen met betrekking tot Merrill Lynch en onze drijfveren, maar ook tegenover de financiële instituties en de zakenwereld in het algemeen... De wandaden van sommige ondernemingen en individuen mogen niet de kans krijgen een schaduw te werpen over de fundamentele integriteit van ons wereldomvattend systeem van kapitaalmarkten.’²⁴⁴

Misschien, maar wat er met Olson bij Merrill Lynch gebeurde was vergelijkbaar met wat een technisch analist bij Salomon Smith Barney (SSB) overkwam.²⁴⁵ Een technisch analist brengt aandelenkoersen en omzetten in kaart op zoek naar waarneembare patronen in het verleden.

Deze technisch analist had tweemaal de waardering verlaagd van Winstar, een van de fondsen die Grubman analyseerde, dat wil zeggen propageerde. Op 16 juni 2000, toen Winstar verkocht werd voor 40 dollar, had Grubman het de aanbeveling ‘kopen’ gegeven. Op 2 april 2001, toen Winstar tot 1 dollar gezakt was, gaf Grubman het nog steeds de aanbeveling ‘kopen’. De technisch analist had er echter minder aardigs over te vertellen.

Maar, en dit is een waarlijk belangrijk punt met betrekking tot het idee van een door en door gecorrumpeerde markt, Grubman ontving een klacht van een *fondsbeheerder* die wilde dat de technisch analist, die kennelijk de waarheid vertelde, *gestraft* werd. Niet erg verbazend stemde Grubman daarin toe. Hij stuurde de volgende e-mail naar de voormannen van Global Equity Research en US Equity Research: ‘Deze gevoelens worden gedeeld door vele investeerders van wie we verwachten dat ze ook op niveau 3 zullen kopen. Dit is opnieuw een verzoek om de technische analist zo te straffen dat wij er op niveau 3 geen last meer van hem hebben. Tijdens onze *roadshow* wil ik kunnen zeggen dat we actie tegen hem nemen, anders zullen de investeerders bang zijn dat hetzelfde zal gebeuren op niveau 3...’²⁴⁶

Dit is niet Grubmans amusantste e-mail, maar volgens mij de belangrijkste van de tot nu toe genoemde. Hij laat zien dat Grubman niet impliciet de fondsbeheerders tegenwerkt, maar dat hij expliciet met hen meewerkt. De fondsbeheerders waren duidelijk twee handen op één buik met de corrupte handelshuis-analisten.

Dit is de context waarin men de breed gepubliceerde e-mails moet zien van Henry Blodger, Merrills populaire internet-analist. Merrill adviseerde de investeerders één internet-onderneming, Lifeminders, te ‘accumuleren’. Maar in een interne e-mail schreef Blodger: ‘Het is werkelijk ongelooflijk wat een vuilnis dat is.’ Over Excite at Home [ATHM] zei

Merrill: ‘We denken dat we de bodem bereikt hebben.’ Maar Blodgets interne e-mail luidde: ‘ATHM is zulke rotzooi.’²⁴⁷

Is dit fraude? ‘Zou kunnen, zou kunnen,’ zei aanklager Spitzer op een nationale televisiezender.²⁴⁸

Blodget en anderen werden letterlijk betaald om niets dan gunstigs te zeggen over ondernemingen waarmee Merrill investeringsbankzaken deed. Merrills co-hoofd van Global Equity Research, Deepak Raj, stuurde een interne e-mail aan de analisten: ‘We zijn weer eens jullie bijdragen aan het investeringsbankieren van dit jaar aan het doornemen. Geef svp de volledige details van jullie rol bij de transactie, met speciale aandacht voor de mate waarin jullie onderzoek meespeelde in het ontstaan, de uitvoering en de follow-up. Noteer ook jullie betrokkenheid bij advisering over fusies of overnames, speciaal waar jullie betrokkenheid een rol speelde bij het binnenhalen van de opdracht en de marketing follow-up bij de cliënten. Geef aan waar jullie research van beslissend belang was bij het zeker stellen van deelname in de hoog-rendements propositie.’²⁴⁹

Leverde Blodgets antwoord op deze vragen hem extra geld op? Misschien. In 1999 was zijn totale compensatie 3 miljoen dollar. Maar na zijn antwoord op deze vragen ging dat omhoog naar 12 miljoen in 2001.²⁵⁰

Hebzucht en angst zijn niet de enige drijfveren voor de verdorven analisten. Ambitie is een andere. De bestuursvoorzitter van de Association of Investment Management Research getuigde op 27 februari 2002 voor de Amerikaanse senaat: ‘...een geniepige manier van straffen is analisten uit te sluiten, door niet te antwoorden op hun vragen bij telefoonconferenties of hun individuele telefoontjes niet door te geven naar investeringsrelaties of ander bedrijfsmanagement. Dat brengt de “negatieve” analist in een duidelijk onvoordelige positie tegenover hun concurrenten, vergroot de onzekerheid waar een analist mee leven moet als hij evaluaties moet maken en aanbevelingen doen, en werkt in het nadeel van de cliënten die voor dat advies betalen. Dergelijke acties scheppen een angstklimaat dat niet bevorderlijk is voor onafhankelijkheid en objectiviteit. Analisten moeten op eieren lopen in hun omgang met het management. Eén verkeerde stap kan hun een belangrijke bron van informatie voor hun advisering kosten en uiteindelijk hun baan.’²⁵¹

Volgens een studie gaven handelshuis-analisten in 1999, op het hoogtepunt van de zeepbel, in totaal slechts 1% adviezen om te ‘verkopen’. In datzelfde jaar gaven ze 69,5% adviezen om te ‘kopen’ en 29,9% om te ‘houden’.

Met al deze onthullingen kondigde de grootste Amerikaanse vakorganisatie van effectenhandelaars een nieuwe morele code aan die ondermeer een ‘Chinese muur’ tussen de

zakenbank- en de handelskant van de ondernemingen tot stand moest brengen. Een interessante metafoor, aangezien de Grote Chinese Muur er volstrekt in faalde invasies van buiten te stoppen. Een pensioenfondsbeheerder, Sunil Vidyarthi van Value Sciences zei: ‘Onder professionals zijn de spelregels bekend. Wij weten dat de Chinese muur niet werkelijk kan bestaan, dat de analisten voor alles voor hun bank werken. Dat maakt hun analyses daarom nog niet minder interessant.’²⁵²

Als deze goed ingevoerde wetende professionals al tussen de regels wisten te lezen in deze evident partijdige rapporten, dan zijn daar weinig aanwijzingen voor. Bijna alle hightech ‘groei’fondsen die zij onder hun hoede hadden raakten tussen april 2000 en december 2002 zestig tot tachtig procent van hun waarde kwijt. Ofwel deze fondsbeherende ‘professionals’ volgden, om deze of gene reden, het advies in deze partijdige rapporten, óf het lukte hun al dat geld op niets dan hun eigen talent kwijt te spelen.

Niemand die vertrouwd is met projecten van het Pentagon zou ervan opkijken dat negatief commentaar afgestraft wordt, vooral als het gefundeerd is, en positief commentaar beloond, vooral als het de weg effent naar kwalitatief slechte wapens. In corrupte organisaties gaan de beloningen vooral, gewoonlijk uitsluitend, naar naar degenen die het geld binnenbrengen. Wie in het Pentagon tussen de wolven, dat wil zeggen de leveranciers, en de schapen, de belastingbetalers, terecht komt wordt gewoonlijk als eerste verscheurd. Ik heb veel voordelen daarvan gegeven in *Impure Science* en *De bodemloze put*.

Komen er dan nooit negatieve adviezen uit de grote makelaarshuizen? Ja, soms wel. Morgan Stanleys hoogste econoom, Stephen Roach, bijvoorbeeld voorspelde bij het begin van de recessie in 2001 dat dat een ‘dubbele dip’ zou worden – met andere woorden eerst er een neergang, gevolgd door een kort herstel, en daarna een tweede neergang. Onder de economen van de grote handelshuizen was hij de enige met een dergelijke voorspelling, en die werd in de financiële pers algemeen genegeerd of alleen terloops genoemd. Toen, begin augustus 2002, werden de Amerikaanse statistieken plotseling herzien. De recessie die verondersteld werd net geëindigd te zijn was langer en dieper geweest dan men eerder had gedacht ... of voorspeld. De Amerikaanse economie was alle drie de eerste kwartalen van 2001 gekrompen, niet alleen het derde, zoals daarvóór beweerd werd. De jaarlijkse groei in 2001 had geen 1,2% bedragen zoals eerder gesteld was, maar 0,3%. Bovendien bleek de groei in het tweede kwartaal van 2002 plotseling veel geringer dan tevoren verwacht was. Ineens kreeg Roach veel aandacht. In een interview in de *International Herald Tribune* zei hij: ‘Ik denk dat het heel moeilijk voor ons zal zijn aan een periode van verdere neergang te ontsnappen, vooral omdat we in de Verenigde Staten de lasten dragen van veel van de excessen die in de late

jaren 1990 zijn ontstaan: tekort op de betalingsbalans, excessieve schuldpositie van consumenten en huishoudens, nog steeds gering gebleven besparingen en nog steeds een overschot aan industriële capaciteit.

...Ik denk dat Amerika's dubbele dip de dubbele dip van de wereld zal worden.

...Het zou me niet verbazen als we na een dubbele dip ook een teleurstellend, bloedarmoedig, ondermaats herstel krijgen – iets heel anders dan de piek-vormige, krachtiger heroplevingen uit het verleden.

...Ik denk dat dit niets is dan een volgende nagel aan de doodskest van de nieuwe economie. We ontdekken nu dat het Amerikaanse zakenleven noch zo productief, noch zo winstgevend was als men ons wilde doen geloven, en terwijl de beurs aan het uitverkopen was.²⁵³

Stond Roach alleen, toen hij moeilijke tijden voorspelde? Bijna. De *Financial Times* schreef in een hoofdartikel op 31 december 2001: 'Geen serieuze voorspellende instantie voorzag dat elk van de grootste wereldeconomieën een recessie te verdragen zouden krijgen.' Dat sloeg ondermeer op het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de wereldbank en de Organisatie voor Economisch Samenwerking en Ontwikkeling (OESO). Een econoom bij het IMF, Prakash Lougani, zei over deze grote organisaties: 'De traditie dat het hun niet lukt om recessies te voorspellen is vrijwel ongeschonden.'²⁵⁴ Lougani suggereerde als oorzaak daarvan dat óf hun modellen niet deugden, óf dat ze belang hadden bij optimistische voorspellingen. Hun personeel kan zó naar grote effectenmakelaars verhuizen.

Had behalve Roach, Tice en een paar andere dappere en eerlijke individuen niemand in de gaten hoe het zat? Niet veel. In antwoord op een vraag van de *Financial Times* wees Anirvan Banerji, research-directeur van het Economic Cycle Research Institute in New York, erop dat ook zijn organisatie de recessie van 2001 had voorspeld, tot en met de maand waarin die beginnen zou. Maart. Hij schreef: 'De enige bron voor juiste voorspellingen van recessies vormen waarschijnlijk onafhankelijke groepen die werken met modellen die zich door accurate voorspellingen bewezen hebben.' Hij was verontwaardigd dat zijn organisatie niet beschouwd werd als een 'serieuze voorspellende instantie'. Wie zal het hem kwalijk nemen?

Alle optimistische onzin of leugens hebben er wellicht toe bijgedragen dat de Amerikaanse kerstmisverkopen van 2002 de slechtste waren in meer dan dertig jaar. Burt Flickinger III, firmant in een consultbureau voor de detailhandel, zegt daarover: 'Er wordt minder uitgegeven omdat de economen de mensen drie jaar lang hebben voorgehouden dat de situatie zou verbeteren, en in plaats daarvan is die verslechterd.'²⁵⁵

Waarom zijn er niet meer realistische, of eerlijke voorspellers?

Het antwoord vormt het vierde verschil tussen de aanschaf van een broodrooster, en die van aandelen. Als het om broodroosters gaat wil bijna iedere koper de waarheid weten, maar bij aandelen willen dat er veel niet. De meeste kopers daarvan willen alleen maar horen hoeveel geld ze zullen verdienen. En zoals we gezien hebben, is er een gigantische organisatie, met als ruggensteun het anti-crashploeg, die daarop ingaat. Ze willen goed nieuws, en dat zullen ze krijgen ook. Als er werkelijk vraag was naar slecht financieel nieuws, dan zou er ook een bedrijfstuk mooi aan verdienen om dat aan te leveren. Maar of de beurs nu stijgt of daalt, naar slecht nieuws is weinig vraag. Tijdens het groeien van een zeepbel, als de kopers denken dat ze geld verdienen [dat zouden ze als ze verkochten, maar meestal doen ze dat niet] dan willen ze niet horen dat hun onderneming corrupt is. Zouden er, toen Enron met het groeien van de zeepbel ongeveer naar een baan rond de aarde steeg, aandeelhouders geweest zijn die, terwijl ze hun fortuin met de dag zagen groeien, een klokkenluider bedankt hadden die zei dat de onderneming corrupt was, dat de boeken niet deugden, dat de cijfers over de energieverkoop frauduleus waren en dat Enron letterlijk de staat Californië aan het oplichten was? Zouden werknemers die met opties op aandelen betaald werden en wier pensioenpenningen in aandelen Enron gestoken waren, een collega gedankt hebben die de klok luidde en zo alle anderen hun baan, en hun pensioenen, deed verliezen? En toen de zeepbel aan het leeglopen was, maar velen nog hoop op een heropleving hadden, zouden die toen de bringer van het slechte nieuws gedankt hebben?

Toen de onderneming eenmaal uitgeteld lag, toen konden degenen die eerst om dubieus gedrag geglimlacht of hun schouders opgehaald hadden, natuurlijk verontwaardigd zijn. Een wijze beursman schreef hierover: ‘...dat herinnert me aan het verhaal van de oude dame die klaagde over een obsceen telefoontje – “het was vreselijk! Drie kwartier lang zei die vreselijke man de afschuwelijkste dingen!”

Nou, als het zo vreselijk is, waarom hang je dan niet op? En als de boeken van een onderneming al te fantasievol zijn, dan koop je er toch geen aandelen van.

Maar de realiteit is dat niemand werkelijk wil ophangen. Zowel de beleggers als de ondernemingen hebben altijd graag wat ingewikkelds en ondoorzichtig in hun boekhouding gehad, vooral als dat een uiterst populaire groei-onderneming en een uiterst populaire koers/winstverhouding betreft. Wie kan het wat schelen als de cijfers een beetje verdraaid zijn, zolang iedereen profiteert?

Luskin, wiens website, Trendmacro.com, het bekijken meer dan waard is, heeft het dan verder over Tyco International: ‘De financiële verslagen van Tyco konden weleens de meest ingewikkelde en ondoorzichtige zijn die ooit door een onderneming zijn uitgebracht.

Vorige week waren de beleggers woedend toen er verhalen de ronde deden dat Tyco nagelaten had details te onthullen over 700 aankopen tot een waarde van 8 miljard dollar, gedaan in de laatste drie jaar. De onderneming verdedigde zich met de bewering dat het er gewoon zo veel waren en dat ze er elk afzonderlijk er niet toe deden! En waarom ook niet? Is er ook maar iemand verbaasd? Na al die slijmerig bewonderende artikelen over Tyco in de pers van de laatste jaren die op de knieën vielen voor dat hyperefficiënte aankoopapparaat dat iedere week een nieuwe onderneming aankon...²⁵⁶

Hoofdstuk 10

Alle controlemechanismen afgeschaft

Controles zijn bewust aangebracht mechanismen om de activiteiten van een organisatie zó te reguleren, vertragen of stilzetten dat zij doet wat zij publiekelijk beweert te doen. Zonder uitzondering leed elk voorbeeld van een mislukt hightech-project uit *De bodemloze put* aan een gebrek aan externe, en dikwijls ook interne controlesystemen. Die waren opzettelijk opgeheven, uitgeschakeld of gewoon nooit aangebracht. Hetzelfde geldt voor ieder mislukt Pentagonproject, zoals bergen rapporten van de Amerikaanse Algemene Rekenkamer aantonen. Veel van die rapporten zijn een belangrijke bron geweest voor mijn eerdere boeken.

De belangrijkste bedrijfsvreemde controle-instantie voor een beursgenoteerde onderneming zijn de externe accountants. Het werk van de accountant, die als externe controleur verondersteld wordt te waken over de belangen van de aandeelhouders, geldt als de ultieme controle in een markteconomie. Maar het is, zoals het Enronschandaal het algemene publiek meer dan duidelijk heeft gemaakt, ondertussen vooral een ultieme scherts geworden.

Aanwijzingen voor dit mislukken waren er echter in overweldigende mate al jaren vóór dat schandaal. ‘Wat we de afgelopen anderhalf jaar gezien hebben, is een alarmerende toename van gevallen van foutieve financiële verslaglegging, grove verkeerde voorstellingen van winstcijfers,’ zei in augustus 2000 Richard Walker, het hoofd van de controle-afdeling van de SEC.²⁵⁷

In 1999 waarschuwde de wellicht meest vermaarde belegger in de ‘oude economie’ van onze tijd, Warren Buffet van Berkshire Hathaway Inc., voor dezelfde overdreven pretenties, en niet alleen van de ‘nieuwe economie’: ‘Een aanzienlijk en groeiend aantal verder kwalitatief hoog te schatten managers, bestuursvoorzitters die u graag als echtgenoot voor uw kinderen of als executeur van uw testament had willen hebben, zijn de mening toegedaan geraakt dat het oké is inkomstencijfers zo te manipuleren dat ze overeenstemmen met wat ze denken de wens van Wall Street te zijn.’

Deze managers zeggen dikwijls dat het hun aandeelhouders zal schaden als hun betaalmiddel voor transacties, dat wil zeggen hun aandelen, niet de prijs krijgen die ze verdienen, en verder dat ze, door met boekhoudtrucs de cijfers te krijgen die ze nodig hebben, niets anders doen dat verder iedereen.²⁵⁸

Zelfs IBM, ooit het zinnebeeld van zakelijke correctheid, werd in februari 2002 betrapt. Inplaats van de verkoop van een eenheid voor 300 miljoen dollar te melden als eenmalige inkomsten, zoals had moeten, meldde het dat als exploitatie-inkomen. IBM-aandelen zakten onmiddellijk 4% in één dag, voor IBM een gigantisch verlies.²⁵⁹

Waar waren de accountants bij al deze schandalen? In hun eigen kantoren... in de hoofdkantoren van de ondernemingen waar ze de boeken controleren.

Ze worden verondersteld onafhankelijk te zijn maar hun praktijk is zo vol van belangenverstrengelingen dat ze in plaats van onafhankelijke, beter afhankelijke controleurs genoemd konden worden. Het meest in het oog lopende belangenconflict vloeit voort uit het eenvoudige feit dat de onderneming waarvan de boeken gecontroleerd worden de accountant kiest, en betaalt. Het zou ongeveer hetzelfde zijn als wanneer een sportteam de scheidsrechter zou aannemen en betalen. Feitelijk gebruiken alle grote Amerikaanse ondernemingen een van de overgebleven vier grootste accountantsfirma's. Was Andersen de ergste? Het stond bekend als de duurste. Maar de andere hebben ook hun recente grote schandalen: PriceWaterhouseCoopers (PwC) was de accountant van Cendant, PMG van Rite-Aid en Xerox, Deloitte & Touche van Adelpia.²⁶⁰

Als de accountant dubieuze activiteiten vindt, kan de cliënt hem simpelweg afdanken en naar een andere gaan. Welke junior-accountant, of firmant, zou verantwoordelijk willen zijn voor het verlies van de miljoenen dollars die de een grote klant opbrengt?

Dit grote belangenconflict is extra complex doordat tot de twijfelachtige activiteiten geadviseerd kan zijn door een andere afdeling van dezelfde accountingfirma, waarvan de ene controleert en de andere adviseert. Doordat de inkomsten uit de consultancy-afdeling veel groter zijn dan die van de accountancy-afdeling, is de accountant nog banger om er de oorzaak van te zijn dat zijn firma dat consultancy-inkomen kwijtraakt. De accountancy-kant van Andersen verdiende bijvoorbeeld 5,6 miljard dollar in 1998, terwijl de consultancy-kant 8,3 miljard binnenbracht.²⁶¹ 'Te veel accountants worden niet alleen beoordeeld op hoe goed ze hun controlerende taak vervullen, maar ook op hoeveel omzet ze de andere afdelingen van hun firma bezorgen,' zei SEC-voorzitter Arthur Levitt in mei 2000.²⁶²

Doordat de accountants, of de consultants, zoveel weten over de ondernemingen die hen betalen, kunnen ze in de verleiding komen om er aandelen van te kopen, waarmee een derde belangenconflict geschapen is, ook al was en is het een duidelijke aantasting van de federale Amerikaanse regels. Een SEC-rapport uit januari 2000 over PwC onthulde bijvoorbeeld dat van de 3.170 ondernemingen waar PwC accountants-diensten levert, de firmanten en anderen bij PwC er van 2.159 aandelen bezaten. De firma ontsloeg vijf firmanten en vijf anderen. Een deel van de verboden aandelen waren het gevolg van een fusie in 1998 van Price Waterhouse met Coopers Lybrand, onderdeel van de algemene concentratie in de accountancy-bedrijfstak. Firmanten in een van de tevoren onafhankelijke firma's kunnen aandelen gehad hebben van ondernemingen die door de andere bediend werden. Ze werden

verondersteld die van de hand te doen, maar lieten dat na. Daarnaast was een deel van dat aandelenbezit niet afkomstig van de fusie: accountants kochten gewoon aandelen dwars tegen de regels van de firma in.²⁶³

Ondertussen is een poging van de SEC om het accountantsfirma's onmogelijk te maken dezelfde firma tegelijkertijd als accountant en als consultant te bedienen in november 2000 doodgelopen. De druk op de SEC was gewoon te groot.²⁶⁴ Na het Enron-schandaal is echter wel een deel van de consultancy door accountants verboden en een nieuwe beroepstoezicht instantie ingesteld onder de nieuwe Sarbanes-Oxley-wet.

Maar dat toezicht is op een slechte voet van start gegaan. 'Ze hebben geen voltallig bestuur, ze hebben geen budget, geen personeel, geen kantoor en geen plan. Het begint zo slecht als maar mogelijk is,' zei Joel Seligan, de deken van de juridische faculteit aan de Washington Universiteit in St. Louis.²⁶⁵

Zullen de externe accountants nu de aandeelhouders goede diensten gaan bewijzen? Misschien, maar de belangrijkste vervlechting van belangen – accountants die door de cliënten betaald worden – is onaangetast en het accountancykartel is nog geconcentreerder dan het vóór Enron was.

Hoofdstuk 11

Bedrog in het duister

Bij alle voorbeelden in *De bodemloze put* was geheimhouding een onmisbare praktijk om alle andere praktijken te bedekken. Omdat alleen straatrovers in vol daglicht opereren, moeten we niet verbaasd zijn dat er ook in alle voorbeelden in dit boek kwestie is van geheimhouding.

Actieve geheimhouding zal er blijven, ook onder de zogenaamde hervormingen uit de Sarbanes-Oxley-wet die in het vorige hoofdstuk ter sprake kwam. Als het min of meer doodgeboren toezicht-orgaan voor het accountancybedrijf ooit werkelijk tot de bevinding komt dat een accountantskantoor tekortschiet in ‘kwaliteitscontrole’ krijgt de firma een jaar om het probleem aan te pakken. De problemen zouden geheim blijven tot alle disciplinaire procedures van het orgaan zijn doorlopen en beroepsprocedures zijn afgehandeld door de SEC. Daarmee krijgen de slachtoffers nog jaren om hun spaarpenningen aan de haaien te voeren in de volgende grote droom.²⁶⁶

Enrons toepassing van de geheimhouding was vooral interessant door de andere ondernemingen die erbij betrokken waren. Enron gebruikte buiten de boeken gehouden – dus in feite geheime – financiële entiteiten om winst te fingeren en schulden te verbergen. Betrokken waren daarbij een paar van de meest vooraanstaande financiële instituties ter wereld, zoals JPMorganChase, Citigroup en Credit Suisse First Boston.

Het hield natuurlijk verborgen voor de beleggers wat het deed, om ieder risico te vermijden dat de koers van de aandelen Enron onderuit zou gaan. Daartoe moesten de functionarissen van de onderneming aard en omvang van de neptransacties, die als ‘vooruitbetalingen’ bekend stonden en waarin langetermijnleningen ingepakt waren in een vijgeblad van (nep-)olie-ruiltransacties. Directe transacties tussen Enron en de banken zouden gezien zijn als evidente leningen en terugbetalingen. Dus gebruikten Enron en zijn banken overzeese lege bv’s zoals het op Jersey geregistreerde Mahonia Ltd als derde partij. Om er zeker van te zijn dat niemand in de gaten zou krijgen hoeveel geld er ten onrechte als handelsinkomen opgegeven werd, terwijl dat overduidelijk langetermijnschulden betrof, maakte Enron de transacties onzichtbaar in zijn financiële rapportage. Volgens de hoofdonderzoeker van de permanente Senaats-onderzoekssubcommissie ‘voerde Enron de inkomsten uit “vooruitbetalingen” op de balans op als een simpele regel in een opsomming, als “koersrisico-beheersing”, ondergesneeuwd in een veel groter bedrag, ongeveer 20 miljard op de 2000 die de totale handelspassiva van Enron voorstelden. Deze 20 miljard dollar correspondeerde niet met afzonderlijke fondsen die uit vooruitbetalingen voortkwamen; feitelijk kwamen in Enrons verslaggeving de vooruitbetalingen helemaal nooit expliciet aan

de orde, ondanks de groeiende rol ervan in de financiën van de onderneming. ... De financiële instituties die aan Enrons “vooruitbetalingen” deelnamen zwegen ook over wat zij wisten. De meeste ‘vooruitbetalingen’ van Enron waren transacties met Chase en Citigroup; geen van beide hebben informatie geopenbaard over de omvang van Enrons vooruitbetalings-transacties... Financiële analisten die Enron van nabij volgden, waaronder analisten van grote kredietbeoordelaars, vertelden de onderzoekers van de subcommissie dat ze voorafgaand aan het faillissement volledig onwetend waren omtrent Enrons vooruitbetalingstransacties.²⁶⁷

De banken, zoals Citigroup, verborgen actief de ware aard van de transacties. Enron moest natuurlijk de leningen in deze nep-vooruitbetalingen terugbetalen. Maar Citigroep paste wel op om met zoveel woorden aan te geven dat het hier om de terugbetaling van een lening ging. In een memo van Citigroup uit 1999 over de terugbetaling door Enron van een deel van een vooruitbetaling staat bijvoorbeeld: ‘In de papieren kan geen vermelding komen te staan van hun [Enrons] overeenkomst om de 190 miljoen dollar terug te betalen, aangezien dat hun cijfers ongunstig zou veranderen.’²⁶⁸

Enron gebruikte echter een aantal banken en door alle geheimhouding wist geen enkele bank hoeveel de andere te leen gaven, vermomd als ‘vooruitbetaalde’ olietransacties. Toen, op een dag in oktober 2001, kort voor Enrons faillissement, kwamen ze erachter. De hoofdonderzoeker van de Senaat kwam naar buiten met een serie e-mails die Chase-bankiers hadden uitgewisseld kort nadat ze het ontdekt hadden:

- ‘\$5MILJ[ARD] aan vooruitbetalingen!!!!’
- ‘Mond houden, en delete deze e-mail.’²⁶⁹

Na de ineenstorting van Enron drongen een aantal voorvechters van boekhoudkundige vernieuwingen erop aan dat de Verenigde Staten de bestaande boekhoudregels, bekend als de Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) en vastgesteld door een zich zelf controlerende, particuliere beroepsorganisatie, de Financial Standards Accounting Board (FASB). Deze organisatie werd vrijwel beheerst door de vijf grootste accountancyhuizen van dat moment, waarvan er na het wegvallen van Arthur Andersen nog maar vier over zijn. De critici meenden dat de Verenigde Staten over zouden moeten gaan op de International Accounting Standards (IAS), die golden in Engeland en elders. Dat zou, zeiden de critici, niet alleen het vergelijken van de boeken van een onderneming in de Verenigde Staten met die in een ander land vergemakkelijken, maar ook in het algemeen de bedrijfsverslaglegging doorzichtiger maken.

GAAP was en is een samenstelsel van duistere regels, waar buitenstaanders vrijwel geen wijs uit kunnen worden. Als een onderneming zich daaraan hield, of zich er tenminste

aan leek te houden, was er zo te zien geen probleem, ook al schenen Enron, Global Crossing, Worldcom en andere bankroete en beschadigde ondernemingen zich eraan te houden, tenminste volgens hun ‘externe’ accountants, zoals Arthur Andersen. De Openbare Aanklager van de staat Ohio, Betty G. Montgomery, gaf hiervan een voorbeeld in haar getuigenis voor het Congres op 1 mei 2002. Twee pensioenfondsen voor overheidspersoneel in haar staat hadden geweldig verloren met beleggingen in Enron en Global Crossing, deels als gevolg van gemanipuleerde boekhouding. Met Global Crossing had hun dat 116 miljoen dollar en met Enron 114 miljoen dollar gekost. Global Crossing had zijn omzet aanzienlijk opgepompt door capaciteit te ruilen met andere telecom-ondernemingen. Daarna had het de verkoop van eigen capaciteit aan andere kabelmaatschappijen aangemerkt als operationele inkomsten en die voor het volle bedrag opgenomen in het kwartaal waarin het contract getekend werd. En de andere kant van de ruil, de kosten van het kopen van de capaciteit van de andere kabelmaatschappij? Die werden uitgesmeerd over vijftien tot twintig jaar. Zo was er dus een gigantische papieren winst en een piepkleine papieren kostenpost. Dus de inkomsten van Global Crossing zagen er fantastisch uit. Dit alles beperkte zich volstrekt tot een papieren realiteit, want feitelijk wisselde er geen cent van eigenaar. In 1998 claimde Global Crossing 419 miljoen dollar van deze nep-omzet, dat was 49% van het totale bedrijfsresultaat.

Zo meldde Global Crossing, met de zegen van Arthur Andersen, deze transacties in de vereiste SEC-opgaven: ‘Gedurende dit kwartaal ging Global Crossing een aantal overeenkomsten aan met verscheidene kabelbedrijven, aangaande de aanschaf of huur van capaciteit en gezamenlijk gebruikte ruimte op kabelnetten. Deze transacties werden uitgevoerd teneinde rendabele uitbreiding van kabelnetten mogelijk te maken; en om rendabele alternatieven te realiseren voor nieuwe aanleg in bepaalde markten waar de onderneming capaciteit-tekorten voorziet en ter realisering van toegevoegde uitwijkmogelijkheden bij de ten uitvoer legging door de onderneming van haar wereldwijde netwerk-architectuur. De nieuwe financiële verplichtingen beliepen in totaal ongeveer 358 miljoen dollar.’

Zoals de openbare aanklager van Ohio aangaf verklaarde deze onthulling ‘geenszins’ hoe het kasgeld werd toegevoegd aan de aangegeven omzet, en ‘geenszins’ wat het zakelijke doel van de ruiltransacties was. Maar de beweerde omzet was goed voor de aandelenkoers. In 2001 gaf Global Crossing, mede op basis van dit soort ruiltransacties, een bedrijfsresultaat van 1,6 miljard dollar en aan winst voor rente, belasting, en afschrijvingen (EBITDA) van 441 miljoen dollar. Het aandeel steeg van 13 naar 16 dollar.²⁷⁰

Dit voorbeeld laat het wel zien, GAAP is geschikt om trucs uit te halen. IAS daarentegen geeft boekhouders meer flexibiliteit, naar wordt verondersteld met de bedoeling de ware financiële situatie van de onderneming te laten zien, meer dan zich eenvoudig te houden aan een serie merkwaardig ondoorzichtige regels. GAAP ‘nodigt als het ware uit tot misleiding,’ getuigde Robert E. Latin, deskundige bij de Brookings Institution in Washington, voor een congrescommissie in mei 2002.²⁷¹ Latin voegde daaraan toe: ‘Precies het tegengestelde argument kan natuurlijk worden ingebracht *tegen* een systeem dat meer discretie mogelijk maakt, en potentieel dus nog meer vrijheid voor het management om hun inkomsten te manipuleren.’

Het is duidelijk dat corrupte accountants eerder meer dan minder flexibiliteit te geven niet de waarachtigheid van hun controles bevordert. Ondoorzichtigheid maakt geen verschil als zowel het management en hun duur betaalde accountants leugenaars zijn. Het kan interessant zijn te zien wat de voorzitter van de FASB ten tijde van het Enron-schandaal in zijn getuigenis voor het Congres over dat Enron te zeggen had. Hij stond onder ede voor een openbaar forum, maar dat hoeft niet al te veel te betekenen in de ogen van de slachtoffers, en wordt in feite verondersteld er in het geheel niet toe te doen als accountants spreken in hun professionele hoedanigheid. Op 14 mei 2002 getuigde Edmund L. Jenkins: ‘Naar mijn mening hadden de meest doeltreffende regelgever op boekhoudkundig gebied en de hoogst denkbare boekhoudkundige normen niet het faillissement van Enron kunnen voorkomen, niet de vele resultaat-herzieningen van de laatste jaren kunnen voorkomen, en waren ze ook onvoldoende om de geloofwaardigheid van de financiële verslaglegging te verhogen. (Vergeet niet dat resultaat-herzieningen, ook van Enron, de financiële verslaglegging in overeenstemming moeten brengen met bestaande boekhoudkundige regels.)²⁷²

Persoonlijk ben ik het eens met Jenkins. Waar het om ging was niet hoe de boekhouding formeel gevoerd moest worden, maar of het topmanagement en de accountants oplichters waren. Weet Jenkins waar hij het over heeft? Trek uw eigen conclusie. Voor hij op 1 juli 1997 voorzitter van de FASB was hij de zakelijk leidende vennoot van de werkgroep beroepsethiek van de wereldwijde praktijk van Arthur Andersen LLP.²⁷³

In het geval van Enron gingen de ondoorzichtigheid, de heimelijkheid en het onvervalste liegen in de boekhouding nog wel wat door na het faillissement in december 2001. Maar Enron ging niet failliet omdat uiteindelijk de topfunctionarissen moesten uitkomen voor gemanipuleerde boeken, maar omdat de zwendel die ze opgezet hadden niet in stand kon blijven zonder een opgaande markt. Zolang Enrons aandelen bleven stijgen – wat best mogelijk was geweest als de beurs in een opgaande beweging was gebleven – zouden de

financiële drempels die tot vereffening van verschillende verplichtingen dwongen, nooit overschreden zijn. Dat had natuurlijk nooit altijd door kunnen blijven gaan, maar het had langer kunnen duren. En wat dan? De profiteurs zouden rijker zijn geworden, maar verder? Wie weet?

Hoofdstuk 12

Conclusie

Projecten van het Pentagon werken als volgt: Hoe slecht het wapen ook functioneert, zoals bij de B-1B, de B-2, de C-17 en de ballistische-raketafweer, de leveranciers kunnen hun zwendel eindeloos herhalen omdat zij en hun vrienden de politici en generaals, de apparatuur voor herhaling in elkaar geschroefd hebben. ‘Het werkt zoals het werkt omdat de mensen die ertoe doen willen dat het zo werkt,’ vertelde Pentagon-klokkenluider Ernie Fitzgerald me ooit. En de belastingbetalers die ervoor opdraaien volgen als schapen die naar de scheerders geleid worden.

Dit boek heeft laten zien dat Wall Street op dezelfde manier werkt: Het Grote Beleggersvertrouwenspel kan keer op keer herhaald worden – zoals met KPNQwest, WorldCom, Global Crossing, Webvan, Enron en gigantische aantallen andere dubieuze ondernemingen – omdat zakenbankiers/effectenhandelaars, en hun vrienden de politici en fondsbeheerders de apparatuur hebben geïnstalleerd die nodig is om het telkens opnieuw te spelen.

Na het Enron- en andere schandalen was het zogenaamde ‘Global Settlement’ van 20 december 2002 verondersteld de belangenvervlechtingen op Wall Street ingrijpend te verminderen. Maar het betekende weinig meer dan een ‘Geïnspecteerd’-label op de vrijwel onveranderde, goedgeoliede machinerie. Heeft het settlement iemand voor de gek gehouden? Weinigen, waarschijnlijk. Typerend was het commentaar van Richard Lambert in de Londense *The Times*: ‘Terwijl het door de betrokkenen is aangekondigd als een “overeenkomst die de werkwijze van Wall Street voorgoed veranderen zal” zal het afgelopen vrijdag aangekondigde settlement in werkelijkheid neerkomen op weinig meer dan een voetnoot in de geschiedenis van de financiële markten.’²⁷⁴

Alles was feitelijk op zijn plaats gebleven voor het uitventen van de volgende grote droom: De senaten van de Market-makers, wel zestig voor elk groot Nasdaq-fonds, die zoals in hoofdstuk 1 uiteengezet, aanklachten wegens koers-opdrijving gedurende het zwellen van de zeepbel geschikt hadden, waren er nog steeds. Ze hebben nog steeds onbeperkte gelegenheid om onder elkaar, of met de hulp van een paar bevriende fondsen, te handelen – aandelenkoersen oppompen, anderen verleiden mee te rijden met de beursbeweging en dan hun eigen aandelen te dumpen. Het Lagerhuis van fondsbeheerders heerste nog steeds, voor eigen rekening, met alle in hoofdstuk 1 besproken belangenconflicten. De overgebleven vier leden van het accountancy-kartel werden nog steeds betaald door hun cliënten. Alsof een

honkbalteam als de New York Yankees in volle openbaarheid de eigen scheidsrechter aanstelde. Goed, wie weet blijken de analisten van de effectenhuizen beter hun werk te doen dan vóór de schikking, maar ze waren nog steeds aangehaakt aan de zakenbanken. En wat die ‘Big Stores’ van zakenbankiers/effectenhandelaars/market makers/fondsbeheerders betreft, die zaten nog altijd even behaaglijk genesteld als tevoren. ‘Er zal geen fundamentele verandering komen in de manier waarop ze gestructureerd zijn, zoals na de beurscrash van 1929, toen ze gedwongen werden hun handels- en hun investerings-activiteiten op te splitsen in afzonderlijke eenheden,’ merkte Lambert op.

We hebben de reden daarvoor gezien; de anticrashploeg, die achter de schermen altijd toekijkt, had een traumatische beurscrash omgevormd tot een lange, knarsende, maar beheerste glijvlucht. Dus, hoewel de ‘beleggers’ geleidelijk aan misschien wel merkten wat hun overkwam, ze hadden nog steeds niet helemaal door *wie* daarvoor verantwoordelijk was. Ondertussen gingen de politici door met hun als campagnebijdragen geïncasseerde smeergelden van ontwikkelaars voor het Pentagon en voor Wall Street. En wat de slachtoffers aangaat, velen daarvan moesten hun pensioen opgeven en weer aan het werk gaan, dat sloeg op wel 10% volgens een beurscommentator.²⁷⁵ Anderen moesten hun pensioen uitstellen, wie weet tot ze in het harnas instortten. Maar een geweldig aantal had nog steeds wat geld over op hun pensioenrekeningen. Er was dus nog genoeg wol over om nog eens tot scheren over te gaan.

Eén klein detail was onomstootbaar veranderd. Senator Gramm, van Texas, die zoals we in hoofdstuk 4 gezien hebben samen met zijn vrouw Wendy de drijvende kracht had gevormd achter de politieke opdeling van de energiemarkt waarop Enrons zwendel berust had, had zich uit de Senaat teruggetrokken. Het beste bewijs dat er niets ingrijpend was veranderd, was echter *waarheen* hij zich terugtrok.

Op 7 oktober 2002 kondigde hij aan dat hij zakenbankier zou worden, tweede bestuursvoorzitter van UBS Warburg, en dat hij zou werken vanuit het kantoor in New York. In de Senaat was hij tegelijkertijd de hoogste Republikein in de Bankencommissie van de Senaat, die verondersteld wordt de emissiebanken te controleren.

Onvermijdelijk deed dit brutale geval van belangenverstremming sommigen denken aan de belangenconflicten die zowel Wendy als Phil gehad hadden in verband met Enron. Zij was van februari 1988 tot 20 januari 1993 voorzitter geweest van het federale controleorgaan op de termijnhandel, waar ze op het laatste nippertje nog de energie-contracten dereguleerde – op schriftelijk verzoek van Enron. Bijna onmiddellijk daarop nam ze een uiterst lucratieve, en haar bepaald niet overlastende baan aan, in Enrons Raad van Bestuur en

tegelijk ook in de budgetbewakingscommissie. De gemiddelde jaarvergoeding voor een directielid bedroeg volgens de in hoofdstuk 4 aangehaalde Senaats-onderzoekers 350.000 dollar aan salaris, presentiegelden en opties op aandelen. De senator zelf had in 1996 campagne gevoerd in de race om het presidentschap en Enrons bestuursvoorzitter Kenneth Lay was regionaal manager van zijn campagne. En de senator had meer geld van Enron ontvangen aan campagnebijdragen, dan wie ook in de Senaat, afgezien van de andere senator uit Texas. Hij had samen met anderen de deregulering van de handel in energie, de sleutel tot het Enron-fiasco, erdoor gesleept, niet meer dan dagen nadat het Supreme Court de overwinning in de omstreden presidentsverkiezingen van 2000 had toegekend aan de Texaanse gouverneur Bush, ook al had die procentueel gezien (dus als populariteitstest) de verkiezingen verloren.

Interessant is dat UBS Warburg in januari 2002 Enrons kernactiviteit, groothandel in energie, kocht in faillissementsveiling. Dat was precies de bedrijfstak waar senator Gramm en zijn vrouw zo'n sleutelrol gespeeld hadden bij het liberaliseren ervan, wat hoe dan ook de weg effende naar het hele Enronschandaal.²⁷⁶ UBS Warburg nam ook rond 600 werknemers van Enron in dienst, waaronder topmanagers van Enrons energiedivisie.²⁷⁷

Senator Gramm zei dat hij zijn nieuwe baan gekregen had 'om wat ik kan, niet om wie ik ken.' Gezien de voortgaande justitiële en andere onderzoeken naar de ineenstorting van Enron, en de intieme, langjarige contacten van zowel Phil als Wendy met de onderneming, kan men het niet laten zich af te vragen: Precies *wat* weet de Senator? En sinds wanneer?

Maar voor het geval het iemand ontgaan is dat er niets is veranderd, gaf Gramm een origineel Texaanse versie van de meer gedenkwaardige opmerkingen van een effectenmarkt-analist die nu levenslang uit het waardepapieren-bedrijf verbannen is. Analist Jack Grubman, een jongen uit de grote stad, had gezegd: 'Wat vroeger een conflict was, is nu synergie.' Gramm zei: 'Er is wat voor te zeggen om niet met mensen te werken die net van een rapenkar gesprongen zijn.'

Voor hij terugtrad had senator Gramm gezegd dat hij zich misschien in Texas zou terugtrekken om geitenhoeder te worden. Maar zijn conclusie was: 'Het levert niet genoeg op.'²⁷⁸

Zoals we in dit boek telken opnieuw gezien hebben levert het meer op schapen te hoeden.

Noten

Hoofdstuk 1

1. Zie mijn bespreking van het Defense Science Board in *Impure Science*, Wiley, N.Y. 1992
2. “The FBI abuses trust,” *International Herald Tribune*, 24-25.8.2002, p.4, en “Secret intelligence court says FBI misled judges in 75 cases, *International Herald Tribune*, 24-25.8.
3. “FTSE 100 climbs as results boost, Prudential gains,” *Yahoo Finance*, 2 November 2001
4. “The exchange stabilization fund: how it works,” Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland, December 1999
5. Getuigenis van Brian C. Roseboro genomineerd als Assistant Secretary of the Treasury for Financial Markets, voor het Committee on Finance, United States Senate, 21 June 2001
6. Momentum-aankopen worden gedaan om geen andere reden dan dat anderen lijken te kopen, wat de koers doet oplopen.
7. “Trading analysis of October 27 and 28, 1997,” rapport van de afdeling Market Regulation U.S. Securities and Exchange Commission, September 1998.
8. *Financial Times*, 24-25 .11.2001, p. xxiii
9. “A third year of the growling bear,” *Financial Times* 21-22.12.2002, p. 6
10. Zie bijvoorbeeld de bespreking van een bear market rally die begon in oktober 2002, “Don’t expect the rally to last,” Philip Coggan, *Financial Times*, 1 December 2002, p. xxv
11. “Telecom’s wrong numbers test the equity culture,” *Financial Times*, 19-20 January 2002, p. xx
12. *Yahoo Finance*, ‘Reuter’s story of 2 January 2001, AMSDW’s Biggs sees room for Nasdaq drop before rebound.’
13. Arthur Levitt, *Take on the Street*, Pantheon, N.Y. 2002, p. 29
14. Idem, p. 179
15. Bijvoorbeeld Jay Perlman, “Securities Fraud,” 23.2.2000, www.fool.com
16. *The New York Post*, 13.10.1997, “Market rigging: short-term fix—long term disaster”
17. Arthur Levitt, a.w., p. 182
18. “30 firms to pay \$900 million in investor suit,” *The New York Times*, 25.12.1997, p. 1
19. Arthur Levitt, a.w., p. 184

20. "Fake energy trades threaten free market," *Financial Times*, 16.5.2002, p. 1
21. "A-rated Duke admits round trip trades," idem, 17.7.2002, p. 18
22. "Motorola linked with Adelphia probe," idem, 9.8.2002, p. 19
23. "Wall Street banks review Nasdaq coverage," idem, 19.7. 2002, p. 15
24. Arthur Levitt, a.w., p. 41
25. Idem, p. 42
26. Committee on Financial Services, 14.6.2001, getuigenis van Tice, p. 8
27. Arthur Levitt, a.w., p. 61
28. GAO-02-480T, Private Pensions, 27 February 2002, p. 3
29. Idem, p. 5
30. Idem, p 5
31. "Retail investor bandwagon hits the buffers," *Financial Times*, 18.7.2002, p. 14
32. "New York City to issue \$2.5 b in notes," FOXNews.com, 15.9.2001
33. www.bushburns.com
34. Arthur Levitt, a.w., p. 59
- 35 "Bears may devour more mutual fund firms," Reuters, 9.11.2002
36. Arthur Levitt, a.w., p. 54
37. "Legg Mason's Miller may beat S&P again," Reuters 8.12.2002
38. Arthur Levitt, a.w., p. 42
39. www.osc.state.ny.us/press/releases/jul02/070102.htm
40. "How to bring US companies under control," *Financial Times*, 7.8.2002, p. 7
41. "WorldCom collapse cost state pension funds millions,"
usatoday.com/money/telecom/2002-06-27-worldcom-pension-funds.htm
42. "Pension funds' new realities drag profits down," *Washington Post*, 23.10.2002
43. "Stock market slump bleeding traditional pension funds: unions can expect battles over

pension costs at the bargaining table,” 17.10.2002, iraonline.org

44. “Mutual funds pain set to go on”, *Financial Times* 6.1.2003, p. 15

45. GAO-02-480T, *Private Pensions*, 27.2.2002, p. 6

46. “Retirement security and defined contribution pension plans: the role of company stock in 401(k) plans,” Jack L. VanDerhei, getuigenis voor Senate Finance Committee, 27.2.2002, p. 4

47. “Group defends employee plan,” *Financial Times* 17.12.2001, p. 22

48. www.enronsuit.com/email2.html

49. “The ‘Enron problem,” money.cnn.com/2002/01/29/401k_stock/

50. Arthur Levitt, a.w., p. 53

51. Idem

52. Arthur Levitt, a.w., p. 56

53. Idem, p 51

54. “Legg Mason’s Miller may beat S&P again,” Reuters 8.12.2002

55. bobbrinker.com Marketimer Moneytalk Bob Brinker, “The Story of John Muresianu,”

56. “Ex-Fidelity manager Muresianu’s hedge fund gets \$100 million,” Bloomberg.com, 12.10.2002

57. Zie George Soros, La crise du capitalisme mondialBL=integrisme des marches, Plon, 1998

58. Arthur Levitt,a.w., p. 53

59. *Fed’s Ferguson says not to blame tech*, @ Reuters, 31.8.2001

60. “FTSE 100 edges up despite weaker banks, CGNU climbs,” Yahoo Finance 22.1.2002

61. “Fidelity bumps fund manager Bertelson,” Reuters, 9.11.2002

62. April 2002 affidavit by Chief of the Investment Protection Bureau, N.Y.State Dept of Law, p. 9

63. *When Genius Failed*, p. 74

64. *La crise du capitalisme mondial*, Plon, p. 21

65. "J.P. Morgan lawyer admits 'circular' Enron deals," Reuters, 3.12.2002
66. "J.P. Morgan jurors were split before settlement was reached," Bloomberg.com 3.1. 2002
67. Getuigenis Roach Senate-subcommissie, appendix B, pp. 4-5
68. "Advisers told Suez to adopt Enron model," *Financial Times*, 8.3.2002, p. 15
69. "After Andersen, employees higher on the ladder tended to have shorter falls," *Chicago Tribune*, 10.11.2002
70. "Ex-Fed chairman points foinger over US scandals," *Financial Times*, 25.9.2002, p. 21

Hoofdstuk 2

71. "You call this a great new way to do business?" SmartMoney.com 24.8.2001
72. " Internet: le vrai visage du virtuel, » *Liberation*, 21.5.2001, p. 2
73. "Internet reality check," *The Wall Street Journal* , 27-29.9.2002, p. A6
74. Idem
75. Idem
76. KPNQwest press release, "KPNQwest and IBM \$4 billion European cybercenter hosting alliance," 24.3.2000
77. Idem, 13.4.1999, "KPNQwest joint venture finalized"
78. "Construction starts on KPNQWest's 'German' Euroring, third of six rings serving 39 key business markets in Europe"
79. "Qwest's latest annual report paints bleak picture," *The Business Journal of Portland*, 8.4.2002
80. Qwest press release, 13.4.1999, "KPNQwest joint venture finalized"
81. KPNQwest press release 19.7.2002
82. "KPNQwest's European data network begins shutting down," commsdesign.com 4 July 2002
83. "No Internet delays after partial KPNQwest shutdown," *IDG News Service*, 3.7.2002
84. "KPNQwest collapse hands future back to big players," news.zdnet.co.uk 12.6.2002
85. "The great telecoms crash: where did it all go wrong?" fibers.org 6.9.2002

86. "KPNQwest bankrupt, company to liquidate," Itworld.com 31.5.2002
 87. "AT&T backs off from KPNQwest," news.zdnet.co.uk 27.6.2002
 88. "The great telecoms crash: where did it all go wrong?" fibers.org, 6.9.2002
 89. "Scavengers circle as KPNQwest limps on," fibers.org 12.6.2002
 90. "Interoute buys KPNQwest assets: report," thewir.com 15.7.2002
 91. Philip Coggan, 'A long way to fall,' *Financial Times*, 2.1.2001
 92. Gerard Baker, 'New economy but the same old business cycle,' idem, 11.1.2001, p. 19
 93. Paul Abrahams, 'Systems failure,' Idem, 10.1.2001
 94. 'Q&A: Stephen Roach', *International Herald Tribune*, 3-4.8.2002, p. 11
 95. Edward Chancellor, *Devil Take the Hindmost*, Farrar, Straus, Giroux, N.Y. 1999
 96. Victoria Griffith, 'Genome hype fails to make big impression on drug development,' *Financial Times* 20-21.1.2001, p. 9
 97. Bertrand Benoit, 'New electric economy set to make an impact', idem, 22.1. 2001, p. 29
 98. Peter Marsh, 'Wind power systems poised to triple over next five years', idem, 23.1. 2001
- Hoofdstuk 3
100. Zie mijn artikel in *La Recherche* van september 2001
 101. 2000 Annual Report, p. 14
 102. "Reflections on the bubble years," *Financial Times* 24-25.8. 2002 (reprint van een artikel uit december 2000)
 103. 2000 Annual Report, p. 14
 104. : Short gaan - dat wil zeggen aandelen verkopen die men niet bezit. De verkoper hoeft ze pas dagen na de transactie te leveren. Dan koopt hij ze, erop speculerend dat ze ondertussen goedkoper geworden zijn.
 105. "More at a Wall Street firm are investigated on IPOs", *The New York Times*, 1.5.2001, p. C7
 106. "CSFB settles SEC, NASD probe for \$100 million, people say," Bloomberg,Com, 22.1.2002
 107. "Former CSFB bankers fined over IPO kickbacks scandal," *Financial Times*, 16.8.2002, p. 18

108. "Tell the good news, then cash in," *The New York Times on the Web*, 7.4.2002
109. "Big scandals, big paychecks," *Forbes.com*, 9 August 2002
110. "Qwest admits to improper accounting, plans to restate results," *Bloomberg.com* 29.7.2002
111. "Qwest chiefs netted millions," *International Herald Tribune*, 31.7.2002, p. 9
112. "KPNQwest joint venture finalized" 13.4.1999
113. "KPNQwest raises \$805 million to complete macro-capacity fiber optic network in Europe"
114. "KPNQwest in looming liquidation scenario," *theregister.co.uk*, 31.5.02
115. "KPNQwest network status information Updated 19.7.2002
116. "KPNQwest in looming liquidation scenario," *theregister.co.uk*, 31.5.02
117. "KPNQwest network set to be sold piecemeal," *IDG News Service*, 1.7.2002
118. Qwest press release, 29 December 1999, "KPNQwest announces partial termination of restrictions on sale of shares"
119. "KPNQwest in looming liquidation scenario," *theregister.co.uk*, 31.5.02
120. "KPNQwest bankrupt, company to liquidate," *IDG News Service*, Amsterdam, 31.5.2002
121. "Survivors who laughed all the way to the bank," *Financial Times*, 31.7.2002, p. 7
122. Getuigenis voor Senate Budget Committee, 23.1.2002, *Federalreserve.gov*
123. "Bernie's undoing: how the deals ran out, doubts set in and the house of cards fell down," *Financial Times*, 20.12.2002, p.13
124. "Before the fall: how, from the outset, Bernie Ebbers' character and business methods sowed the seeds of disaster," *idem*, 19.12.2002, p. 11.
125. "Cisco puts new acquisitions on hold", *idem*, 29.3.2001, p. 15
- Hoofdstuk 4
126. F.C. Spinney, *Defense Power Games*, The Fund for Constitutional Government, Washington, D.C. 1990
127. "Collapse of Enron exposes 'regulatory black hole'," *International Herald Tribune*, 21.1.2002, p. 1

128. "Blind faith: how deregulation and Enron's influence over government looted billions from Americans," *Public Citizen*, December 2001, p. 17
129. "Blind faith: how deregulation and Enron's influence over government looted billions from Americans," *idem*, December 2001, p. 12
130. *Idem*, p.15
131. *Idem*
132. *Idem*, p.14
133. *Idem*, p.18
134. *Idem*, p.19
135. Tyson Slocum, "Electric utility deregulation and the myths of the energy crisis," *Bulletin of Science, Technology & Society*, December 2001, Vol. 21, No. 6, available at www.citizen.org/cmep, p. 9
136. "El Paso, Calif, fight goes before FERC," *Reuters*, 30.11.2002
137. "Enron in California: a Titanic error," *Financial Times*, 22.11.2002, p. 20
138. "Ex-Enron energy trader pleads guilty," *International Herald Tribune*, 18.10.2002, p. 13
139. Tyson Slocum, a.w., pp. 6-7
140. "Commissions culture drove EES offshoot," *Financial Times*, 7.2.2002, p. 17
141. "Ex-workers say unit's earnings were 'illusory'" *The New York Times*, 25.1.2002
142. "Commissions culture drove EES offshoot," *Financial Times*, 7.2.2002, p. 17
143. *Idem*
144. "Enron in California: a Titanic error," *Financial Times*, 22.11.2002, p. 20
145. Report of the staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, "Financial oversight of Enron," 8.10.2002, p. 44
146. "Enron in California: a Titanic error," a.w.
147. "Blind faith: how deregulation and Enron's influence over government looted billions from Americans," *Public Citizen*, December 2001, p. 21
148. "Ex-workers say unit's earnings were 'illusory'" *The New York Times* , 25.1.2002
149. *Idem*

150. “Enron dulls a bright career,” *International Herald Tribune* 16-17.2.2002, p. 7

151. Tyson Slocum, a.w., idem

152. “Enron in California: a Titanic error,” *Financial Times*, 22.11.2002, p. 20

Hoofdstuk 5

153. “Ronald M. Barone”, Senate Government Affairs Committee, 20.3.2002

154. 8 July 2002 Senate Investigations Subcommittee report, p. 25

155. Idem

156. Idem, p. 26

157. Idem, p. 30

158. Idem, p. 28

159. Idem, p. 36

160. Idem, p. 33

161. Idem, p. 37

162. Idem

163. Idem, p. 45

164. Idem, p. 25

165. Idem, p. 8

166. Idem, p. 11

167. Idem, pp. 9-10

168. Idem, p. 29

169. Idem

170. 23 July 2002 Senate Investigations Subcommittee testimony, appendix A, p. 3

171. Idem, p. 4

172. 8 October 2002, Report of the Staff to the Senate Committee on governmental Affairs, “Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs,” p. 108

173. 23 July 2002 Senate Investigations Subcommittee testimony, appendix D, p. 9

Hoofdstuk 6

174. “Dotcom executives more likely to have dark pasts”, *Financial Times*, 24.10.2000, p. 1

175. *The Wall Street Journal*, 27.1.2002

176. “Scandal ignites outrage and a few mea culpas,” *International Herald Tribune*, 27.1.2002

177. “Associates of Bush Aide say he helped win contract,” *The New York Times*, 25 .1. 2002

178. “Collapse of Enron exposes regulatory black hole,” *International Herald Tribune*, 21.1. 2002, p. 1

179. “Accounting board feels Enron effect,” *Financial Times*, 15.2.2002, p. 15

180. “Spitzer says analysts awards are used deceptively,” Bloomberg.com 13.11.2002

181. State of New York and Eliot Spitzer against Philip F. Anschutz, Bernard J. Ebbers, Stephen A. Garofalo, Clark E. McLeod and Joseph P. Nacchio, 30.9.2002

182. Philip F. Anschutz, Chairman of the Board Qwest Communications; Joseph P. Nachio, CEO of Qwest Communications; Bernard J. Ebbers, CEO of WorldCom, Inc.; Stephen A. Garofolo, Chairman of Metromedia Fiber Networks, Inc.; Clark E. McLeod, CEO of McLeod USA, Inc.;]

183. Spitzer v Anschutz, et al, p. 16

184. Idem, p. 18

185. “Oxley calls for reprimand: IPO investigation shows preferred investors profited unfairly,” 2.10.2002, p. 1

186. “Grubman informed Weill of AT&T meetings,” *The Wall Street Journal* , 15.11.2002, p. C1

187. “Top US banks fined \$1.4 billion,” *Financial Times*, 21-22.12.2002, p.1

188. “New York won’t seek convictions,” *International Herald Tribune*, 20.12.2002, p. 9

189. “Prudential has fewer ‘sell’ ratings than rivals: taking stock,” Bloomberg.com 9.1.2003

190. “Investors unmoved by analysis reforms,” *Financial Times* , 17.12.2002, p. 16

Hoofdstuk 7

191. “Goldman gave hot IPO shares to top executives of its clients,” *The Wall Street Journal*, 3.10. 2002, p. 1

192. Idem
193. "Gedoemd te mislukken," *Natuur & Techniek*, 1994, # 9, p. 645
194. "Rafale, B-2, F-117, meme combat," *La Recherche*, Paris, April 1998, pp. 26-29
195. *National missile defense early warning system*, Fact Sheet, November 2000
196. *National Missile Defense Architecture*, Fact Sheet, November 2000
197. GAO-01-6, p. 12
198. Idem, p. 14
199. Idem, pp. 16-17
200. "Reflections on the bubble years," *Financial Times*, 24-25.8.2002 (reprint van art. uit december 2000)
201. "Mother Merrill's herd are looking for pastures new," idem, 31.10.2001, p. 18
202. "Reflections on the bubble years," idem, 24-25.8.2002
203. "Some hard lessons for online grocer," by Saul Hansell, *The New York Times*, 19.2.2001, Section C, p. 1
204. "Webvan bankruptcy plan confirmed; officers and directors resign; stock to be cancelled and disbursing agent appointed," 11.1.2002, Business Wire, BigCharts-News
205. Webvan annual report, 10k report, 31 December 2000
206. *Impure Science*, p. 80
207. "Some hard lessons for online grocer," by Saul Hansell, *The New York Times*, 19.2.2001, Section C, p. 1
208. Idem
209. Telecoms in bid trouble," Alan Beattie, *Financial Times*, 2001
210. "Bill for 3G mobile puts the breaks on broadband," *The StandardEurope.com*, 15.1.2001
211. "The Leaders," *Construction News*, 8.10.1992, p. 27
212. "Vodafone warns of limited 3G service," *Financial Times*, 7.9.2001, p. 1
213. "Bill for 3G mobile puts the breaks on broadband," *The StandardEurope.com*, 15.1.2001

214. « France Telecom paye le prix fort pour reussir la mise en Bourse d'Orange », *Le Monde*, 14 fevrier 2001, p. 17

215. "Orange suffers dreadful debut", *Financial Times*, 14.2.2001

216. "Winding road to a 3G solution," *Idem*, 29.3.2001, p. 9

Hoofdstuk 8

217. Philippe Arnaud, «Le lobby high-tech sur la sellette », *Le Monde*, 24.6.1998

218. "The Greenspan put, *Financial Times*, 4.1.2001, p. 12

219. "High finance with low moments", *International Herald Tribune*, 9.10.2000, p. 10;
"Is Wall St. Bear out to trap the suckers", 20.1.2001, Yahoo

220. 8 October 2002 Report of the Staff to the Senate Committee on governmental Affairs, "Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs," p. 102

221. *Idem*, pp. 98-102

222. *Idem*, p. 100

223 *Idem*, pp. 99-100

224. *Idem*, p. 110

225. *Idem*, p. 110

226. *Idem*, p. 111

227. *Idem*, p. 111

228. *Idem*, p. 112

229. *Idem*, p. 114

230. *Idem*, pp. 112-115

Hoofdstuk 9

231. "After many misses, Pentagon still pursues missile defense", *The New York Times*, 24.5.1999.

232. "Antimissile test viewed as flawed by its opponents", *The New York Times*, 14.1.2000.

233. GAO/NSIAD-00-131, p. 5

234. "Investors diverge on how much companies earn: taking stock," Bloomberg.com 25 October 2002

235. "Cisco outlines effect of stock options on income," *Financial Times*, 22.11.2002, p. 21
236. "Will you hibernate, already?" SmartMoney.com, 31 August 2001
237. Committee on Financial Services, 14.6.2001, Tice testimony, pp. 13-14
238. « Les ventes de PC en Europe ont baisse de 4% au deuxieme trimestre », *Les Echos*, 6.8.2001, p. 10
239. "Best buy sign is when mavens get the ax," Reuters, 23.1.2002
240. "Wall Street's faithful bull," *Financial Times* 17-18.8.2002, p. 4
241. Idem
242. "Analyst removal linked to Enron deal," *Financial Times*, 30.7.2002, p. 4
243. "Merrill regrets Enron episode," *International Herald Tribune*, 31.7.2002, p. 9
244. "Enron deal haunts Merrill," Idem, 1.8.2002, p. 9
245. Spitzer v. Anschutz et al, p.16
246. Idem, p. 19
247. NOW, PBS, transcript, 24.5.2002
248. Idem
249. "Wall St moves to fend off its critics," *Financial Times*, 22.5.2002, p. 18
250. "Merrill Lynch analysts told to change ways," *The Wall Street Journal*, 9.4.2002, p. c1
251. "Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs," Rappoort, Senate Committee on Financial Affairs, 8.10.2002, p. 88
252. "Les oracles de Wall Street en disgrace », *Liberation*, 13.8.2001, pp. 13-14
253. "Q&Q Stephen Roach," *International Herald Tribune*, 3-4.8.2002, p. 11
254. "How accurate are private sector forecasts? Cross-country evidence from consensus forecasts of output growth," *International Journal of Forecasting*," July-September 2001, aangehaald in brief van Anirvan Banerji, *Financial Times*, 14.1.2002, p. 12
255. "Retail sales data are in, and the cheer is gone," *International Herald Tribune* 28-29.12.2002, p. 10
256. "Companies and their co-dependents," *TrendMacrolytics*, Trendmacro.com, 6.2.2002

Hoofdstuk 10

257. *Financial Times*, 7.8.2000, p.11

258. *The New York Times*, 15/3/99, p. C2

259. “Disclosure faulted in IBM report,” *International Herald Tribune*, 16-17.2.2002

260. *Rapport* 8.10.2002, Senate Committee on Government Affairs, p. 27

261. *Le Monde* 10/1/00, p. 5

Hoofdstuk 11

262. *Financial Times*, 11/5/00, p. 1

263. *The Wall Street Journal Europe*, 21/2/00, p.1

264. Adrian Michaels, “ASEC backs away from ban on IT consultancy work”, *Financial Times*, 15.11. 2000, p. 1

265. “All the new rules provide no assurance of real change in audit firms’ practices,” *International Herald Tribune*, 28-29.12.2002, p. 11

Hoofdstuk 11

266. “All the new rules provide no assurance of real change in audit firms’ practices,” *International Herald Tribune*, 28-29.12.2002, p. 11

267. Getuigenis Roach, Senate Investigations Subcommittee, 23 July 2002, appendix B, pp. 5-6

268. Idem, p. 5

269. Idem, p. 6

270. Betty D. Montgomery, getuigenis voor House financial services subcommittee on capital markets, insurance and government-sponsored enterprises, 1.5.2002

271. Robert E. Latin, op 14.5.2002 voor Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government-Sponsored Enterprises of the House Financial Services Committee, p. 9

272. Jenkins, idem, p. 21

273. Idem, Attachment I, p. 10

Hoofdstuk 12

274. “Spitzer’s just a prelude to forces of change,” *The Times*, 24.12.2002, p. 21

275. Fred Goodman, TrendMacro.com, 2.1.2002
276. "UBS Warburg wins Enron auction", 11.1.2002, Click2Houston.com
277. UBS archive, 8.2.2002
278. "Career change: Gramm turns to banking," CNN.com , 7.10.2002