

Vergaderjaar 1995–1996

24 456

Aanpassing van de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de Wet toezicht effectenverkeer, de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 en de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf in verband met het mogelijk maken van onderzoek naar de toereikendheid van deze wetgeving of van de wijze waarop de toezichthouders deze wetgeving uitvoeren of hebben uitgevoerd

Nr. 11

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 29 mei 1996

Onder verwijzing naar het mondelinge overleg inzake het voorstel van Wet toezicht effectenverkeer 1995 (23 874) op 13 juni 1995 (Handelingen II 1994/95, nr. 33) zend ik u hierbij de tijdens dat overleg toegezegde notitie over **de internationale positie van de Amsterdamse effectenbeurs**.

De Minister van Financiën,
G. Zalm

NOTITIE INZAKE DE INTERNATIONALE POSITIE VAN DE AMSTERDAMSE EFFECTENBEURS

1. Inleiding

Tijdens het mondelinge overleg inzake het voorstel van Wet toezicht effectenverkeer 1995 op 13 juni 1995 (Handelingen II 1994/95, nr. 33) heeft ondergetekende een notitie aan de Tweede Kamer toegezegd over de positie van de Amsterdamse Effectenbeurs (hierna AEB). Diverse woordvoerders verzochten de Minister van Financiën om hierbij ondermeer in te gaan op de mogelijke gevolgen van de Economische en Monetaire Unie (EMU) voor de AEB.

Hoofdstuk 2 van deze notitie gaat in op de rol van de effectenmarkt in het economisch verkeer en de betrokkenheid van de overheid bij deze markten. Het derde hoofdstuk beziet de huidige positie van de AEB. Hoofdstuk 4 gaat in op de belangrijkste ontwikkelingen op de internationale kapitaalmarkten en de mogelijke gevolgen van deze ontwikkelingen voor de AEB. Het laatste hoofdstuk behandelt tenslotte de perspectieven van de AEB en de (voorgenomen) maatregelen om de positie van de beurs in de toekomst te behouden en te versterken. De notitie geeft uiteraard een momentopname weer.

2. Het belang van de effectenmarkt en de betrokkenheid van de overheid bij deze markt

Het goed functioneren van de kapitaalmarkt in het algemeen en die van de effectenmarkt in het bijzonder is van fundamentele betekenis voor het welvaren van de Nederlandse economie. De kapitaalmarkt draagt immers zorg voor een efficiënte allocatie van middelen. Ter financiering van de activiteiten van de nationale overheid, de lagere overheden en het bedrijfsleven staan verschillende wegen open, zoals de openbare uitgifte van risicodragend (aandelen) en risicomijdend kapitaal (obligaties), de onderhandse uitgifte daarvan, het inhouden van bedrijfswinsten en het opnemen van bankkrediet. De openbare effectenmarkten, met de AEB als belangrijke exponent, spelen binnen de totaliteit van de kapitaalmarkt een vooraanstaande rol. Enerzijds wordt op de AEB een aanzienlijk deel van de nationale spaarmiddelen uitgezet, anderzijds zijn zowel de nationale overheid, de lagere overheden als het bedrijfsleven voor de financiering van hun activiteiten mede afhankelijk van de openbare Amsterdamse obligatie- en aandelenmarkt. Het belang van de AEB beperkt zich dan ook niet tot de financiële sector en de partijen die direct of indirect bij de effectenhandel betrokken zijn. Een sterke positie van de openbare obligatie- en aandelenmarkt draagt bij aan het welvaartsniveau en het werkgelegenheidsniveau van de Nederlandse samenleving.

De betrokkenheid van de overheid bij de AEB is tweeledig. Ten eerste geldt de overheid als beschermer van het algemeen belang dat kan worden toegekend aan een goed functionerend beurswezen. Dit is dan ook één van de doelstellingen van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) naast de bescherming van de positie van de belegger op die markten. Op grond van de Wte 1995 beslist de Minister van Financiën ondermeer over het verlenen van een beurserkenning. Ten tweede kan de betrokkenheid van de overheid niet los worden gezien van de rol die zij speelt als partij op de financiële markten. De staat is de grootste emittent van ter beurze genoteerde effecten.

3. Huidige positie van de AEB

3.1 Inleiding

De effectenmarkt is onderverdeeld in de primaire markt (de uitgifte van

nieuwe effecten) en de secundaire markt (de handel in reeds uitgegeven effecten). Zowel op de primaire als op de secundaire markt bestaat een tweedeling in de onderhandse markt en de openbare markt. In dit hoofdstuk wordt een beschrijving gegeven van de belangrijkste elementen van de AEB als gereguleerde openbare effectenmarkt. Hierbij zal worden ingegaan op achtereenvolgens de organisatiestructuur, de marktpositie in internationaal perspectief, de marktkarakteristieken van respectievelijk de obligatie- en de aandelenmarkt (zowel de primaire als de secundaire markt) en de effectenclearing en afwikkeling. Tot slot van dit hoofdstuk zal worden ingegaan op het wettelijk kader waarbinnen de AEB functioneert.

3.2 De Vereniging voor de Effectenhandel

De AEB wordt in stand gehouden door de Vereniging voor de Effectenhandel (hierna VvdE). Het gereguleerde karakter van de Amsterdamse effectenmarkt komt tot uitdrukking in het feit dat de VvdE de beurshandel organiseert, reguleert en faciliteert met behulp van handels-, ontwikkelings- en publicatiesystemen. Daartoe stelt de VvdE gedrags- en handelsregels op en controleert zij de naleving daarvan ten behoeve van de integriteit van de markt.

Het lidmaatschap van de VvdE geeft recht om te mogen handelen op de beurs. Binnen de organisatiestructuur van de VvdE heeft de ledenvergadering een grote invloed. De ledenvergadering bestaat uit vertegenwoordigers van banken, commissionairs en hoeklieden. Het Bestuur wordt gevormd door onafhankelijke leden (waaronder de voorzitter van de VvdE) en vertegenwoordigers van de leden. De vereniging genereert inkomsten uit contributie, entreegelden, noteringsvergoedingen en dienstverlening (beschikbaar stellen van een handelsondersteunend systeem, het bieden van clearingfaciliteiten en het verstrekken van informatiediensten). De bijdrage van de leden (inclusief de opbrengst van de dienstverlening) bedraagt thans ongeveer 40 procent van de inkomsten. Per ultimo 1995 bestond de VvdE uit 115 bedrijfsleden met 274 tot de beurshandel toegelaten beursleden. Het aantal medewerkers in vaste dienst van de VvdE bedroeg op dat tijdstip 180.

Onder het bestuur van de VvdE opereren de Algemeen Secretaris, het Hoofd Controlebureau en de AEB-directie. De Algemeen Secretaris draagt zorg voor de beleidsvoorbereiding en is verantwoordelijk voor het opstellen van de beursregels. Het Controlebureau controleert de leden op de naleving van de beursreglementen door de leden. De AEB-directie draagt zorg voor het bedrijfsmatige deel van de beurshandel. Zij legt direct verantwoording af aan het Bestuur. Indachtig haar «mission statement» – Amsterdam, dé internationale markt voor Nederlandse effecten – richt de VvdE zich op dienstverlening, regelgeving en kwaliteitsbewaking. Het commercieel beleid van de AEB-directie is erop gericht zoveel mogelijk inkomsten te genereren uit het aanbieden van noteringen en daarmee verband houdende diensten, het optimaliseren van de benutting van het handelssysteem (uitgedrukt in aantal aansluitingen en transacties) en het exploiteren van broninformatieproducten.

De op de AEB verhandelde effecten zijn onder te verdelen in obligaties, aandelen en overige instrumenten (zoals warrants). Naast de AEB zijn in Nederland de European Options Exchange (EOE), de Financiële Termijnmarkt Amsterdam en de Agrarische Termijnmarkt Amsterdam als effectenbeurs actief. Op de laatstgenoemde beurzen worden echter niet de traditionele effecten verhandeld, maar de zogenaamde afgeleide producten (opties en futures). Tussen de AEB en de EOE bestaat een samenwerkingsverband in de vorm van een Joint Executive Committee. Dit comité bevordert de samenwerking tussen de beide organisaties bij onder meer gemeenschappelijke projecten op operationeel gebied. Nadat eerdere pogingen om te komen tot een verdergaande samenwerking

tussen de beurzen zijn mislukt, zijn er thans nieuwe besprekingen met dit doel gestart.

3.3 Positionering in Europees en mondiaal perspectief

De AEB bezet bij een vergelijking van de beurskapitalisatie van de verschillende Europese beurzen over 1995 de vijfde en in de mondiale rangschikking de tiende positie (tabel 1). Over de afgelopen periode (1984–1995) blijkt de positie van de AEB in de onderstaande rangschikking stabiel. Het afgelopen jaar is de beurs echter, mede door de sterke wisselkoers van de gulden ten opzichte van de dollar en het record-resultaat, twee plaatsen gestegen in de rangschikking. De AEB kan met deze positie op de ranglijst worden beschouwd als een middelgrote beurs. De AEB is van redelijk grote omvang, echter in vergelijking tot de omvang van de beurzen die de ranglijst aanvoeren is de kapitalisatie van de AEB bescheiden. De afgelopen tien jaar hebben met name de effectenbeurzen van de zogenaamde «emerging markets» een sterke ontwikkeling doorgemaakt, in lijn met de voorspoedige economische ontwikkeling van de betrokken landen. Dit is logisch, gezien het feit dat de ontwikkeling van de kapitaalmarkt in het algemeen en de effectenmarkt in het bijzonder sterk bijdraagt aan de ontwikkeling van de nationale economie en vice versa. Ook de AEB heeft in het verleden een krachtige ontwikkeling doorgemaakt. Dit komt tot uiting in een relatief grote marktkapitalisatie van de aandelenmarkt in vergelijking tot het bruto nationaal product van de Nederlandse economie. Na Luxemburg (242%), het Verenigd Koninkrijk (129%), Zwitserland (127%) bezet Nederland met een percentage van 90 in dat opzicht de vierde plaats binnen Europa¹. Overigens dient bij de omzetcijfers uit bijvoorbeeld tabel 1 de kanttekening te worden gemaakt dat deze cijfers enigszins vertekend zijn door het meetellen van buitenlandse handel van beursleden en door dubbeltelling bij grensoverschrijdende handel.

Tabel 1: Beurskapitalisatie van de aandelenmarkten per ultimo 1995 en ultimo 1984 en omzetcijfers over 1995²

		1995	1 984	omzet 1995
1	New York (NYSE)	35,1%	48,9% (1)	30,6 %
2	Tokio	22,0%	20,6% (2)	8,8 %
3	Londen	8,4%	7,5% (3)	11,3 %
4	Nasdaq	7,2%	7,3% (4)	23,8 %
5	Duitse beurzen	3,6%	2,5% (6)	6,0 %
6	Parijs	3,1%	1,3% (9)	2,1 %
7	Zwitserse beurzen	2,5%	n.b. (-)	3,2 %
8	Toronto	2,3%	4,3% (5)	1,5 %
9	Hong Kong	1,9%	n.b. (-)	1,0 %
10	Amsterdam	1,8%	1,1%(10)	1,2 %
11	Johannesburg	1,7%	1,7% (7)	0,2 %
12	Australische beurzen	1,5%	1,6% (8)	1,0 %
13	Kuala Lumpur	1,3%	0,6%(13)	0,7 %
14	Italiaanse beurzen	1,3%	0,8%(12)	0,9 %
15	Madrid	1,2%	0,4%(14)	0,5 %
16	Taiwan	1,2%	n.b. (-)	3,8 %
17	Korea	1,1%	0,1% (-)	1,8 %
18	Stockholm	1,1%	n.b. (-)	0,9 %
19	Bilbao	1%	n.b. (-)	0,04%
20	Singapore	1%	0,4%(15)	0,6 %
	Totaal	100%		100%

¹ Bron: AEB, cijfers over 1995.

² Bron: AEB (Review 1995 van de Fédération Internationale des Bourses de Valeurs). Voor een aantal beurzen zijn niet alle historische gegevens beschikbaar en is de afkorting n.b. (niet beschikbaar) ingevuld.

3.4 De obligatiemarkt

De obligatiemarkt vormt een belangrijk onderdeel van de totale handel op de AEB. In 1995 nam de obligatiehandel met een recordomzet van 962

miljard gulden ongeveer 71 procent van de totale beurshandel voor zijn rekening. De obligatiehandel wordt, zoals op de meeste Europese beurzen het geval is, gedomineerd door de handel in nationale staatsobligaties. In 1995 bedroeg het aandeel van de handel in staatsobligaties 90 procent van de omzet van de totale genoteerde obligatiemarkt.

Het beroep op de primaire markt in de vorm van emissies bedroeg in 1995 in het totaal 91,4 miljard gulden, waarvan 51,4 miljard door middel van Nederlandse staatsobligaties, 28,4 miljard door binnenlandse instellingen en 11,6 miljard door buitenlandse instellingen.¹

Tabel 2: Obligatiemarkt AEB ultimo 1995 (in miljarden guldens)²

	Beurswaarde	Beursomzet	Emissies
Staatsobligaties	333	865	51,4
Nederlandse niet-staatsobligaties	79	95	28,4
Buitenlandse obligaties	94	2	11,6

Aan de aanbodkant (de afnemers van obligaties) wordt de obligatiemarkt beheerst door binnenlandse institutionele partijen en buitenlandse effectenhuizen. Zij bezaten per ultimo 1995 respectievelijk 55 en 36 procent van de genoteerde staatsobligaties (t.o.v. respectievelijk 27 en 33 procent begin 1990). De particuliere belangstelling voor obligaties komt de laatste jaren veelal tot uitdrukking in de in obligaties beleggende beleggingsinstellingen.

Als gevolg van het buitenlandse houderschap van Nederlandse staatsobligaties en de inschrijving door buitenlandse handelshuizen op de primaire markt, vindt een deel van de handel in staatsobligaties niet op de Nederlandse markt plaats maar in het buitenland, met name in Londen. Om op dit gebied de eigen concurrentiepositie te versterken, heeft de AEB in 1993 een nieuw handelssysteem voor staatsobligaties geïntroduceerd dat beter aansluit bij de wensen van de intermediair en de professionele internationale beleggers. Dit nieuwe systeem, de Amsterdam Treasury Bond Market (ATM), realiseert een onderscheid tussen het retailsegment voor de kleinere transacties en een wholesalesegment voor de grotere professionele transacties (boven de 2,5 miljoen nominale waarde). Hierbij vormt de zogenaamde Interdealer Broker (IDB) de centrale tussenpersoon van het marktsysteem. Hij beheert het orderboek en heeft tot taak te bemiddelen bij de totstandkoming van transacties tussen de overige leden in het wholesalesegment. In deze interprofessionele handel bestaan drie mogelijkheden om een transactie tot stand te brengen, te weten: direct zonder inschakeling van de IDB (direct dealing), via het ATM-systeem en de IDB en via het retailsegment. Voorts werd het met de invoering van het ATM mogelijk voor deze professionele handel in staatsobligaties om zonder een daadwerkelijke vestiging in Nederland lid te worden van de VvdE en in die hoedanigheid toegang te verwerven tot het ATM-systeem en de IDB («remote membership»). Dit nieuwe handelssysteem met als spil de IDB blijkt concurrerend, gezien het feit dat het aandeel van de AEB in de handel in Nederlandse staatsobligaties groeide van 21% in 1992 tot 35% juli, 1995.³

3.5 De aandelenmarkt

Naast de hierboven beschreven obligatiemarkt vormt de aandelenmarkt het tweede belangrijke onderdeel van de AEB. De omvang van de primaire markt in 1995 (zowel nieuwe als bestaande fondsen), voortkomend uit openbare of onderhandse uitgifte, stockdividend, conversie of de uitoefening van opties of warrants bedroeg 23.6 miljard.⁴ Ook de aandelenmarkt is sterk geconcentreerd. De top tien fondsen vertegen-

¹ Het betreft hier tot de officiële markt toegelaten bedragen van zowel nieuwe fondsen als van reeds toegelaten fondsen.

² Bron: AEB en Nibe prae-advies nr. 3 ter gelegenheid van de Nibe jaardag 1995 van Van Ittersum.

³ Het aandeel van de omzet van de AEB in de totale omzet in Nederlandse fondsen is niet exact meetbaar. Het betreft hier derhalve een zo goed mogelijke schatting door de AEB.

⁴ Bron: AEB.

woordigden in 1995 rond de 56 procent van de totale aandelenmarktkapitalisatie¹ en rond de 27 procent van de omzet van de aandelenmarkt.

Tabel 3: Marktkapitalisatie en omzet van de top tien in miljoenen gulden per ultimo 1995²

	kapitalisatie	Gewicht CBS index	omzet	perc. v.h. totaal
Koninklijke Nederlandse Petroleum Mij (Shell)	120 188	21,0%	45 050	11,3%
Unilever	36 089	6,3%	24 961	6,3%
Internationale Nederlanden Groep	31 364	5,5%	21 288	5,3%
Koninklijke PTT Nederland	27 377	4,8%	14 162	3,5%
ABN AMRO Holding	23 227	4,1%	18 469	4,6%
Philips Electronics	19 667	3,4%	53 167	13,3%
Aegon	18 758	3,3%	8 850	2,2%
Polygram	15 336	2,7%	6 003	1,5%
Heineken	14 284	2,5%	8 530	2,1%
Elsevier	14 144	2,5%	14 934	3,7%
Totale aandelenmarkt	571 473	n.v.t.	399 340	100%

Ook aan de aanbodkant van de aandelenmarkt zijn enkele grote partijen actief. Per ultimo 1995 was de verdeling van het aandelenbezit van op de AEB genoteerde fondsen als volgt: bankwezen 1 procent, Nederlandse institutionele beleggers 18 procent, buitenland 27 procent en overige partijen (particuliere beleggers, bedrijfsleven en overheid) 54 procent.

De aandelen van grotere ondernemingen worden niet alleen verhandeld op de nationale beurzen, maar ook op buitenlandse effectenbeurzen en via zowel de nationale als de internationale buitenbeurshandel. De beurzen voeren een actief wervingsbeleid richting deze ondernemingen. Aandelen van Nederlandse multinationals zijn bijvoorbeeld tevens genoteerd aan de effectenbeurs van New York en de Amerikaanse beeldschermenmarkt Nasdaq. Ook de AEB profiteert van het internationaliseringsproces. Inmiddels hebben 185 buitenlandse instellingen een notering aan de AEB, op een totaal van 532 genoteerde instellingen.³ Overigens betreft het hier over het algemeen geen fondsen die zeer actief verhandeld worden op de AEB.

Wat betreft de secundaire handel in Nederlandse fondsen ondervindt de AEB concurrentie van de Londense beurs. Mede gelet op deze concurrentie heeft de AEB in september 1994 een nieuw geautomatiseerd handelssysteem voor aandelen en niet-staatsobligaties ingevoerd. Dit betekende een overgang van een meervoudig hoekmansysteem naar een gesegmenteerde structuur, met een retail- en een wholesalesegment. De qua omzet meest verhandelde aandelenfondsen worden in het retailsegment verhandeld via het elektronische handelssysteem, het limietenboek. De hoekman geeft op continu basis bied- en laatprijzen af in het limietenboek en garandeert aldus een liquide markt. Naast deze quote van de hoekman kunnen ook banken en commissionairs zelf en in opdracht van hun cliënten koop- en verkooporders inleggen. Telkens wanneer uitvoering van een order mogelijk is zorgt het elektronische limietenboek hier automatisch voor. Wholesale-orders in aandelen (en niet-staatsobligaties) kunnen op verschillende wijzen worden uitgevoerd, te weten: via het Automatic Interprofessional Dealingsystem Amsterdam (AIDA), via het retailsegment en buiten de beurs om. Het AIDA-systeem is een interactieve schermenhandel voor aangesloten leden, waarbij de marktpartijen koop- en verkoopvoorstellen kunnen inbrengen en kunnen ingaan op reeds geplaatste orders. Daarnaast is als hulpmiddel voor het tot stand brengen van wholesaletransacties buiten de beurs om een advertentiescherm ontwikkeld, het Amsterdam Stock Exchange Trading-

¹ Op basis van het gewicht in de CBS-koersindex.

² Bron: AEB.

³ Bron AEB, cijfers ultimo 1995.

system. Zowel leden als niet-leden (bijvoorbeeld grote beleggers en buitenlandse handelshuizen) hebben toegang tot dit advertentiescherm. Transacties buiten de handelssystemen om komen bilateraal tot stand via direct (telefonisch) contact. Arbitrage tussen het retail- en het wholesale-segment is gegarandeerd doordat de hoekman en de overige marktpartijen, in geval van een wholesale-order, toegang hebben tot zowel het retail- als het wholesalesegment. De wijzigingen in het handelssysteem zijn er op gericht om de aantrekkelijkheid van de Nederlandse aandelenmarkt te behouden door beter aan te sluiten bij de wensen van de cliënten en aldus het wegvloeien van handel naar het buitenland te voorkomen en waar mogelijk terug te winnen. De AEB is geslaagd in deze opzet, getuige het feit dat zij haar marktaandeel in aandelentransacties van Nederlandse fondsen heeft weten te verhogen van 58 procent in 1991 naar bijna 70 procent in 1995.¹ De spreads (het verschil in bied- en laatkoersen) zijn vanaf de start van het nieuwe handelssysteem voor het merendeel van de fondsen kleiner dan bij de grootste concurrent van de AEB, het Seaq-international systeem van de Londense beurs,² hetgeen betekent dat de grootste liquiditeit en de prijsvorming (weer) in Amsterdam zijn geconcentreerd.

3.6 Clearing & settlement

Voor het functioneren van de AEB is het van groot belang dat de uit de beurscontracten voortvloeiende verplichtingen (levering en betaling) ten opzichte van de beide contractpartijen (koper en verkoper) worden gegarandeerd. Hierdoor wordt anonieme beurshandel mogelijk en wordt vermeden dat iedere partij zelf (tegen de nodige kosten) de kredietwaardigheid van zijn tegenpartij moet nagaan. Het clearinginstituut treedt op als tegenpartij voor zowel de koper als de verkoper (de zogenaamde dubbele schuldoverneming) en draagt bij aan de administratieve, geldelijke en fysieke afwikkeling van de transacties.

De AEB kent een drietal organisaties die direct betrokken zijn bij de afwikkeling van effectentransacties:³ de Effectenclearing B.V. (een volle dochter van de AEB), de Kas-Associatie N.V. (een 60% dochter van de AEB) en het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer (Necigef, waarin de AEB een belang van 331/3 procent heeft). De Effectenclearing zorgt voor de matching van de effectentransacties en staat garant voor de uiteindelijke levering en betaling van de stukken. Voor de betaling wordt opdracht gegeven aan de Kas-Associatie (in haar rol als huisbankier van de beurs en van Necigef) of aan een andere aangesloten bank, waarna Necigef, op aansturing van de Effectenclearing, zorgt voor mutaties van de door deze banken aangehouden effectenrekeningen. Necigef fungeert tevens als bewaarinstituut. Het bestaande circuit biedt een indirecte koppeling (dat wil zeggen via een bij Necigef aangesloten instelling) met de internationale clearingorganisaties zoals Cedel en Euroclear.⁴

Voor transacties in het wholesalesegment van de beurs is de keuze voor een bepaalde clearinginstelling overgelaten aan de preferentie van de marktpartijen (bijvoorbeeld Euroclear, Cedel of bilaterale settlement). De efficiëntie van het clearing- & settlementsysteem als backoffice van het beurssysteem is van belang voor de concurrentiepositie van de beurs.

3.7 Wettelijk kader

Het toezicht op het effectenverkeer is thans geregeld in de Wte 1995 en de daarop gebaseerde lagere regelgeving. Op grond van de Wte 1995 is het toezicht opgedragen aan de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE). Door de Minister van Financiën wordt een beurserkenning verleend indien de houder van de betrokken beurs, de voor die beurs te hanteren regels, hun toepassing en de controle op de naleving van die regels voldoen aan

¹ Zie voetnoot 5.

² Het betreft hier een vergelijking tussen de spreads van het Amsterdamse handelssysteem en de gepubliceerde spreads van Seaq-international. De bied- en laatprijzen die telefonisch en bilateraal tot stand komen in het Seaq-systeem zijn onbekend.

³ De EOE-Optiebeurs kent haar eigen afwikkelcircuit.

⁴ Beide organisaties, die zijn opgericht door conglomeraten van internationaal opererende banken voor de afwikkeling van het (internationale) verkeer in Eurobonds, bieden de faciliteit van geld- en stukkenverkeer in één hand.

hetgeen nodig is met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten. De erkende beurzen zijn in beginsel zelf verantwoordelijk voor het opstellen van hun eigen regels en voor de controle op de nakoming van die regels door de bij hen aangesloten instellingen. Een beurs stelt in haar beursreglementen bepaalde eisen aan effecteninstituten die lid (willen) zijn van de beurs, aan bedrijven die hun effecten op de beurs (willen) laten verhandelen, aan de handel en afwikkeling van transacties alsmede aan de informatieverstopping aan het publiek.

De STE verleent de bij wet vereiste vergunning voor effecteninstituten (zowel beursleden als niet-beursleden) en ziet conform de Wte 1995 toe of de op een beurs gehanteerde regels en hun toepassing en de controle op de naleving van die regels voldoen aan de bovengenoemde criteria. De STE kan ten aanzien van deze regels, hun toepassing en de controle op de naleving van deze regels, tevens voorschriften stellen aan de beurshouder. Deze beursregels dienen voorts in lijn te zijn met het wettelijk kader en overeen te stemmen met de Europese richtlijnen.

De verdeling van taken en bevoegdheden tussen AEB, STE en Minister van Financiën heeft tot doel de AEB enerzijds de mogelijkheid te bieden om flexibel en cliëntgericht haar markt in te richten en anderzijds de integriteit van die markt door het uitoefenen van onafhankelijk toezicht te waarborgen.

Voor een meer uitgebreide uiteenzetting omtrent het wettelijk kader wordt verwezen naar de notitie van ondergetekende, mede namens de Minister van Economische Zaken en de Minister van Justitie, aan de Tweede Kamer over handhaving van de integriteit van het effectenwezen.¹

4. Ontwikkelingen op de kapitaalmarkt

4.1 Inleiding

Voor een positionering van de effectenmarkten in het algemeen en die van de AEB in het bijzonder zijn diverse ontwikkelingen van belang. Hoewel deze ontwikkelingen niet geheel los van elkaar staan, zullen ze ter wille van de duidelijkheid zo veel mogelijk separaat worden besproken. De volgende trends worden onderscheiden: de internationalisering van de kapitaalmarkten, de voltooiing van de interne markt, de professionalisering van de kapitaalmarkten, de toenemende concurrentie tussen beurs- en buitenbeurshandel en tot slot de invoering van een gemeenschappelijke Europese munt.

4.2 Internationalisering van de kapitaalmarkten

De tendens tot internationalisering van de vraag, het aanbod en de bemiddeling op de kapitaalmarkten is reeds vele jaren gaande. Van oudsher waren beleggers voornamelijk actief op hun nationale markten. Dit vond onder meer zijn oorzaak in het bestaan van valutarisico's, internationale verschillen in vigerende juridische systemen en het feit dat tijdige en betrouwbare informatie slechts op nationale schaal beschikbaar was. Het risicoperspectief van de buitenlandse fondsen, de buitenlandse tussenhandel en de aldaar geldende handelsregels waren de beleggers vreemd. Enkele decennia geleden is er een eind gekomen aan deze voornamelijk nationale aanwending van de spaarmiddelen. Er ontstond een tendens tot internationalisering, veroorzaakt door de liberalisatie van het kapitaalverkeer (zie paragraaf 4.3), de behoefte van beleggers aan internationale diversificatie van hun portefeuille, het streven naar minimalisering van de kapitaalkosten door de emittenten, de ontwikkeling van intermediairs op de kapitaalmarkten tot zogenaamde «global players» en de sterke ontwikkeling van informatienetwerken.²

De emittenten, de vragers van kapitaal, streven in toenemende mate

¹ Brief van 16 februari 1996, nr. BGW/2728-U).

² Professionele partijen hebben thans de beschikking over informatienetwerken als Bloomberg en Reuters, voor de kleinere particuliere belegger verbetert de beschikbaarheid van informatie door de ontwikkeling van de media in het algemeen en bijvoorbeeld de ontwikkeling van Internet in het bijzonder.

naar grensoverschrijdende emissies en naar spreiding van de notering en bezit van hun effecten. Hierdoor alsmede door het toenemende gebruik van derivaten trachten zij hun kapitaalkosten te minimaliseren. In lijn met de behoefte van beleggers aan een gespreid productaanbod, ontwikkelde zich een internationale primaire kapitaalmarkt (bijvoorbeeld de Eurobondmarkt), spoedig gevolgd door een eveneens internationale secundaire markt.¹

Als gevolg van de toenemende vraag naar buitenlandse effecten en het stijgend aantal buitenlandse noteringen en grensoverschrijdende emissies werpen zich ook internationaal opererende intermediairs op. Nationaal georiënteerde effectenininstellingen ondervinden dan ook een toenemende concurrentie van buitenlandse spelers. De onderscheidende factoren zoals handelskosten, marktwerking, kwaliteit van de dienstverlening, kwaliteit van research en de breedte van het productaanbod zullen in de toekomst bepalen welke intermediairs een belangrijke rol zullen blijven spelen. Daarnaast is er thans ook een aantal intermediairs dat zich toelegt op een bepaalde niche in de markt.²

Als gevolg van de internationalisering is het aantal fondsen met een notering aan, en/of actieve handel op, meerdere beurzen sterk toegenomen. Voor de handelende partijen bestaat er thans een verscheidenheid aan handelsmogelijkheden in één fonds. Het is derhalve geen vanzelfsprekendheid meer dat een transactie in Nederlandse effecten automatisch in Amsterdam zal plaatsvinden. De internationalisering heeft er toe geleid dat de traditionele monopoliepositie van de effectenbeurzen wat betreft de nationale fondsen is verdwenen. De trend tot internationaal effectenbezit, grensoverschrijdende handel en emissies en grensoverschrijdende dienstverlening op het gebied van effecten zal naar verwachting in de komende jaren nog verder in belang toenemen. Een en ander is overigens met name van belang voor internationale ondernemingen. De kleinere, lokaal georiënteerde ondernemingen zullen vooralsnog afhankelijk blijven van de lokale markten.

4.3 De Europese effectenrichtlijnen

Het proces van liberalisatie van de financiële dienstverlening is omstreeks begin jaren tachtig in gang gezet door internationale onderhandelingen in het kader van de EG, de OESO en de GATT. Binnen de EG vormde het zogenaamde Witboek voor de voltooiing van de interne markt uit 1985 een belangrijke mijlpaal voor de liberalisatie van het kapitaalverkeer. De Europese richtlijnen inzake beleggingsdiensten (ISD) en kapitaaltoereikendheid (CAD), die per 31 december 1995 van kracht zijn geworden, vormen het voorlopige sluitstuk voor wat betreft de effectenhandel. De ISD brengt de minimaal noodzakelijke harmonisatie en een wederzijdse erkenning van vergunning- en toezichtstelsels tot stand voor instellingen die binnen de Europese Unie (EU) beroeps- of bedrijfsmatig effectendiensten verrichten. De CAD bevat de voor de wederzijdse erkenning noodzakelijke geharmoniseerde minimum voorschriften met betrekking tot de financiële soliditeit van effectenininstellingen. Door die wederzijdse erkenning wordt bereikt dat een effectenininstelling op basis van één vergunning, die is verleend door de bevoegde autoriteit van de lid-staat van herkomst, in de gehele EU haar werkzaamheden kan verrichten (het «Europees paspoort»). De invoering van de ISD leidt tevens tot een liberalisatie van de toegang tot het lidmaatschap van effectenbeurzen. Aldus is gerealiseerd dat binnen de EU een niet discriminerende behandeling wordt gegeven aan alle effecten- en kredietinstellingen waaraan in één van de lid-staten een vergunning is verleend voor het verrichten van effectendiensten.³ Enkele buitenlandse intermediairs hebben reeds aangegeven gebruik te willen maken van de mogelijkheid van een «remote membership» van de AEB. Voor de Europese effectenbeurzen is daarnaast van groot belang dat zij op grond

¹ Bijvoorbeeld de (telefoon)handel op de Londense effectenbeurs in traditioneel Nederlandse fondsen.

² Een aantal effectenininstellingen biedt bijvoorbeeld separaat van eventuele adviserende diensten met betrekking tot de uitvoering van de transactie aan om aldus de transactiekosten voor de (particuliere) belegger te minimaliseren.

³ Voor banken is dit al eerder gerealiseerd door de bancaire coördineringsrichtlijnen.

van de ISD hun handelsfaciliteiten binnen de gehele EU vrij (d.w.z. op basis van één voor de hele EU geldige vergunning) kunnen aanbieden.

Het wegvallen van de formele handelsbarrières zal de in de voorgaande paragraaf beschreven gevolgen van de internationalisering voor de AEB versterken. De onderlinge concurrentie tussen intermediairs, tussen beurzen en de concurrentie tussen openbare markten en buitenbeurs-handel (zie paragraaf 4.5) zal een extra impuls krijgen. Nu de beurzen hun handelsfaciliteiten door het plaatsen van schermen overal in de EU kunnen aanbieden, wordt het mogelijk om in Nederlandse fondsen actieve buitenlandse partijen direct toegang te verschaffen tot het Amsterdamse handelssysteem. Overigens is de AEB op deze liberalisatie vooruitgelopen door invoering van een geautomatiseerd handelssysteem (hetgeen schermenhandel mogelijk maakt) en het openen van de mogelijkheid tot een «remote membership».

4.4 Professionalisering van de kapitaalmarkten

Op de kapitaalmarkten treedt al enige jaren een proces van schaalvergroting en professionalisering van de marktpartijen op. Deze trend wordt gevoed door het feit dat de wereldwijde contractuele besparingen een belangrijk deel uitmaken van het totale inkomen en doordat de vrije besparingen zich voor een belangrijk deel concentreren bij grote financiële instellingen. Ook op de Nederlandse kapitaalmarkt doet zich dit verschijnsel voor, gezien de aanwezigheid van een aantal zeer grote institutionele beleggers.

Deze institutionele beleggers houden in hun beleggingsbeleid meer en meer rekening met risicomanagement. Pensioenfondsen gaan er in dat verband onder andere toe over om het aandeel van de zakelijke waarden (aandelen en onroerend goed) in hun beleggingsportefeuille te vergroten om een zo goed mogelijke afstemming tussen beleggingen en hun (veelal geïndexeerde) verplichtingen te bewerkstelligen. Ook is sprake van een verdergaande internationale diversificatie van de portefeuille¹ en van een toenemende vraag naar op maat gesneden beleggings- en hedgingsproducten. Hierdoor zal het belang van een derivatenmarkt, waar de belegger tegen relatief geringe kosten zijn risico-rendementsprofiel kan wijzigen, verder toenemen. Door de behoefte aan maatwerk zal voorts de concurrentie tussen beurs- en buitenbeurshandel toenemen (zie paragraaf 4.5).

Naast het risicomanagement besteden beleggers en handelshuizen aandacht aan het terugdringen van transactiekosten. Dit leidt tot een toenemende vraag naar liquide fondsen, waarbij de beleggers in staat zijn om grotere pakketten zonder al te veel kosten en koersverlies te kunnen kopen en verkopen. De efficiency (kosten), liquiditeit, onmiddellijkheid en de geboden keuzemogelijkheden van het handelssysteem van de beurs in vergelijking tot andere openbare markten en de buitenbeurshandel gaat derhalve een steeds belangrijkere rol spelen.

De AEB heeft hierop ingespeeld door eerder dan ander beurzen over te gaan op een geautomatiseerd hybride handelssysteem ten behoeve van de retail- en wholesalecliënt. De professionaliseringstendens zal tevens tot gevolg hebben dat de wholesaletransacties een toenemend aandeel in de totale omzet van de AEB zullen krijgen en dat de verwevenheid tussen de contante markt en de afgeleide markt zal toenemen. De concurrentie tussen beurzen zal grotendeels worden bepaald door de hoogte van de transactiekosten en door de liquiditeit van de betrokken markt.

¹ Tegenover de lange-termijnverbetering van de rendement-risicoverhouding als gevolg van internationale diversificatie staat een toename van het koersrisico. Spreiding over verschillende beleggingscategorieën en diverse valuta's kan dit nadeel echter enigermate mitigeren.

4.5 Concurrentie met de buitenbeurshandel

De traditionele functies van een openbare effectenbeurs zijn het bieden van een centrale handelsplaats (met prijsvorming en handelsfaciliteiten), het verschaffen van informatie omtrent de verhandelde producten, het stellen van handelsregels en controle op de naleving daarvan, het

zorgdragen voor en garanderen van de clearing en afwikkeling van de transacties en het garanderen van anonimiteit aan zowel koper als verkoper. Als gevolg van de ontwikkelingen binnen de informatietechnologie wordt de functie van de beurs als fysieke centrale marktplaats van minder belang. Dit wordt geïllustreerd met het ontstaan van nieuwe, geautomatiseerde mogelijkheden tot «direct dealing», buiten de thans bestaande structuur zonder dat deze faciliteiten alle kenmerken van een beurs in zich hebben. Bestond een effectenbeurs voorheen uit het samenbrengen van vraag en aanbod op een beursvloer («open outcry»), met de huidige informatietechnologie is de fysieke aanwezigheid van handelaren op de beursvloer niet meer noodzakelijk. De potentiële omvang van een handelssysteem is in principe onbegrensd en het wordt eenvoudiger om de handelsfaciliteiten direct aan partijen ter beschikking te stellen. Hierdoor wordt het gemakkelijker, zonder de infrastructuur van een openbare markt,¹ transacties tussen professionals tot stand te brengen. De anonimiteit van de partijen wordt gegarandeerd door het computersysteem, de productinformatie is beschikbaar bij professionele informatiesystemen en de afwikkeling en clearingdiensten kunnen onafhankelijk van een bepaald beurssysteem worden afgenomen (bijvoorbeeld bij Euroclear of Cedel). Handelen buiten de beurs biedt als voordelen een mogelijke vermindering van de transactiekosten, een verhoging van de transactiesnelheid en de mogelijkheid tot maatwerk. Nadeel is echter dat de buitenbeurshandel qua prijsvorming ondoorzichtig is. In tegenstelling tot de beurshandel kent de buitenbeurshandel immers uit de aard van de zaak geen regels met betrekking tot de wijze waarop vraag en aanbod bij elkaar worden gebracht en de transacties komen doorgaans bilateraal tot stand.² Door de professionalisering van de marktpartijen zal de concurrentie tussen de openbare en de onderhandse kapitaalmarkt sterk toenemen. Voor de AEB betekent dit dat zij zich zal moeten inspannen om een aantrekkelijke partij voor met name het wholesalesegment te blijven. De belegger zal zich uiteindelijk richten naar de beste prijs/kwaliteit-verhouding. Door het bieden van transparantie, het met het oog op de liquiditeit organiseren van vraag en aanbod en het bieden van clearing- en afwikkelingsmogelijkheden, kortom het faciliteren van de handel, kan de AEB trachten handel naar zich toe te trekken. Een van de maatregelen die een beurs kan nemen is het mogelijk maken van (directe) schermhandel. Hiermee speelt men immers in op de behoefte van marktpartijen om snel en tegen geringe kosten transacties tot stand te brengen. De AEB biedt na de wijziging van het handelssysteem handelsfaciliteiten aan waarbij een keuze mogelijk is tussen het wel of niet gebruik maken van de hoekman.

4.6 Totstandkoming van een Europese munt

Met de totstandkoming van een gemeenschappelijke Europese munt zal het wisselkoersrisico tussen de deelnemende lid-staten wegvallen. Aldus zal een homogene en transparante Europese kapitaalmarkt ontstaan. Voor bedrijven zal het daardoor eenvoudiger worden om een beroep te doen op deze markt. Voor beleggers wordt het diversificeren van hun portefeuille over de eigen landsgrenzen heen gemakkelijker. Hierdoor mag worden verwacht dat zij nog sterker geneigd zullen zijn hun effectenbezit te internationaliseren. De emitterende instellingen, waaronder de overheden, zullen in Euro's kapitaal aantrekken. Dit betekent dat de traditionele binding met de thuismarkt zal verminderen en de onderlinge concurrentie tussen de Europese effectenbeurzen een verdere impuls zal krijgen. Als gevolg van de voor toetreding tot de EMU geldende convergentiecriteria ten aanzien van de overheidsbegroting en de overheidsschuld is tevens een reductie van het totale beroep van de overheden op de Europese kapitaalmarkt te verwachten.

Door de totstandkoming van de EMU zal de Europese kapitaalmarkt als

¹ Hierbij dient te worden opgemerkt dat het aanbieden van directe handelsfaciliteiten voor het retailsegment voorlopig niet op grote schaal te verwachten is. Vanwege het individuele tegenpartijrisico zal het niet mogelijk zijn om zonder tussenkomst van een intermediair, directe transacties tussen particulieren te garanderen door een clearinginstelling.

² Overigens dienen ook de bij de buitenbeurshandel betrokken partijen zich te houden aan de regels die bij of krachtens de Wte 1995 zijn gesteld. Tevens staan zij onder toezicht van de STE.

geheel haar concurrentiepositie ten opzichte van de rest van de wereld kunnen verstevigen. Het realiseren van een doorzichtige, homogene markt verhoogt de liquiditeit van de markt. Hierdoor verbetert de prijsvorming en de plaatsingscapaciteit van de markt waardoor weer liquiditeit wordt aangetrokken. Door het ontstaan van een omvangrijke, liquide markt zal de Euro naar verwachting een rol gaan spelen als internationale reservevaluta en zal de markt in Euro's extra liquiditeit genereren van buiten de interne Europese markt. Dit leidt naar verwachting tot een stijging van de totale liquiditeit en de totale marktkapitalisatie van de Europese beurzen. Voorts zal ook het Europese bedrijfsleven profiteren van de homogene interne markt, het verminderen van het wisselkoersrisico en het liberaliseren van de kapitaalmarkten. Deze impuls voor het bedrijfsleven zal een toenemende totale kapitaalvraag tot gevolg hebben.

Voor de individuele Europese beurzen betekent de komst van één Euromarkt echter dat het valutavoordeel samenhangend met het bestaan van nationale valuta's, ten opzichte van de overige deelnemende lid-staten, zal verdwijnen. Hierdoor zal de onderlinge concurrentie tussen de Europese effectenbeurzen verder toenemen. Van deze verscherpte concurrentie binnen een homogene markt zal een belangrijke impuls tot marktconcentratie uitgaan. Voor de AEB als middelgrote beurs zullen de gevolgen van de monetaire eenwording afhangen van de mate waarin zij in staat is zich in de concurrentie met andere effectenmarkten staande te houden. Inzet is daarbij niet alleen de positie van de AEB als thuishmarkt voor Nederlandse effecten maar ook de positie van de AEB op het totaal van de Europese kapitaalmarkt.

4.7 Conclusie

Uit de bestaande karakteristieken van de AEB (zie hoofdstuk 3) is af te leiden dat de positie van de AEB vrij kwetsbaar is ten opzichte van de internationaliseringstendens. De thuishmarkt is relatief beperkt van omvang. De omzet is, zowel qua verhandelde fondsen (staatsobligaties en enkele hoofdfondsen) als qua beleggers en intermediairs, sterk geconcentreerd. De in dit hoofdstuk beschreven ontwikkelingen hebben als resultante dat de onderlinge concurrentie tussen intermediairs en tussen handelssystemen verder zal verscherpen. Hierbij zal de concurrentie tussen de handelssystemen zich toespitsen op de transactiekosten, snelheid en zekerheid. Wat betreft de handel in hoofdfondsen en in staatsobligaties staan meerdere handelssystemen open (zowel via openbare beurzen als via buitenbeurs-handel). Voor de concurrentiepositie van de AEB is het van belang in hoeverre de IDB (wat betreft de obligatiemarkt), de hoekman (wat betreft de aandelenmarkt) en de overige leden bereid en in staat zijn om voldoende liquiditeit op de Nederlandse markt te genereren. Voor de lokale fondsen zullen (ook bij de totstandkoming van de EMU) de barrières op het gebied van informatievoorziening, juridische systemen en fiscaliteit, de binding met de nationale belegger (de thuishmarktfunctie) en de prijsvorming op de openbare markt, een grote rol blijven spelen.

De transactiekosten, snelheid en zekerheid van het handelssysteem zijn in hoofdzaak afhankelijk van de structuur en efficiëntie van het handelssysteem en de liquiditeit van de markt. Als gevolg van het slechten van de bestaande formele handelsbarrières door de communautaire richtlijnen en de behoefte aan liquiditeit, zal de handel op de kapitaalmarkt meer gaan tenderen naar de voor het desbetreffende fonds meest liquide markt. Deze biedt immers doorgaans de beste prijs. De thuishmarktfunctie van alle Europese openbare effectenmarkten zal op de proef worden gesteld. Het ligt in de lijn der verwachtingen dat er een integratieconcentratieproces zal optreden op de thans nog gesegmenteerde Europese kapitaalmarkt.¹ Hierbij kan in beginsel de positie van iedere Europese beurs onder druk komen te staan.

¹ De tendens tot concentratie voltrekt zich thans reeds op diverse nationale effectenmarkten (Italië, het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en Duitsland).

Naast liquiditeit bestaan er uiteraard nog andere factoren die mede bepalend zijn voor de concurrentieverhoudingen. Hierbij moet men bijvoorbeeld denken aan de aanwezigheid van een liquide derivatenmarkt, de kwaliteit en de integriteit van de beurs en de kwaliteit van de aan de beurs verbonden bemiddelaars (hoewel de verbondenheid tussen lokale intermediairs en de beurs als gevolg van vrijheid van dienstverlening vermindert). Door de concurrentieslag tussen beurzen onderling en tussen openbare markt en buitenbeurshandel zullen de mogelijkheden tot directe handel tussen partijen in de toekomst toenemen. De beurs onderhoudt hierbij de infrastructuur, voorziet in informatiestromen en verzorgt de afwikkeling van de transacties. In het geval van directe handel tussen grote beleggers resteert voor de intermediairs in het wholesalesegment een research- en adviestaak. Voor het retailsegment zal de huidige intermediairfunctie behouden blijven.

Waar de sterke concurrentie in een homogene markt uiteindelijk toe zal leiden, is niet met zekerheid te zeggen, al lijkt een concentratiebeweging op de Europese kapitaalmarkt voor de hand te liggen. Zeker is wel dat de AEB zich, door de toenemende (internationale) concurrentiedruk, competitief zal moeten blijven opstellen. Bovenstaande processen impliceren immers een afkalvend draagvlak voor een uitsluitend nationaal georiënteerde openbare effectenmarkt. Voor de achterblijvers zullen voornamelijk lokale fondsen overblijven.

5. Perspectieven en mogelijkheden voor de AEB

5.1 Inleiding

De AEB draagt in eerste instantie zelf de verantwoordelijkheid voor haar commerciële welvaren. Zij heeft vanuit haar «mission statement» – Amsterdam, dé internationale markt voor Nederlandse effecten – gekozen voor een duidelijke strategie. Zoals hierboven beschreven, heeft de AEB reeds belangrijke maatregelen genomen. Dit neemt echter niet weg dat voor de toekomst verdere maatregelen noodzakelijk zullen zijn. Het is daarbij aan de AEB om vanuit haar commerciële eigenbelang beleidsvoornemens te ontwikkelen.

De overheid is primair verantwoordelijk voor het wettelijke kader, in het belang van een adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers op die markten. Voorts is het aan de overheid te zorgen voor een goed bespeelbaar veld, met duidelijke regels die een levendig maar tevens eerlijk spel mogelijk maken. Daarbij hoort het handhaven van de integriteit van de effectenmarkten, waaronder het bestrijden van gebruik van voorwetenschap. In de notitie van ondergetekende, mede namens de Minister van Economische Zaken en de Minister van Justitie, aan de Tweede Kamer over handhaving van de integriteit van het effectenwezen is reeds aangegeven welke initiatieven thans op dit gebied worden genomen.¹

5.2 Mogelijkheden voor de AEB

Met de invoering van het nieuwe handelssysteem heeft de AEB een belangrijke stap voorwaarts gemaakt. Mede hierdoor heeft zij een deel van het marktaandeel herwonnen dat zij in voorafgaande jaren verloren had. Om de transactiekosten te reduceren, bestaat de behoefte aan directe handelsfaciliteiten. De AEB heeft hierop ingespeeld door deze faciliteiten ter beschikking te stellen. Daarbij is de rol van de retailtransacties voor de prijsvorming niet uit het oog verloren. De koppeling tussen beide segmenten is immers gegarandeerd, hetgeen de liquiditeit van de totale markt ten goede komt. Daarnaast hebben ook de versnelde effecten-clearing² en een verbeterde informatievoorziening omtrent de op de beurs tot stand gekomen prijzen bijgedragen aan de kwaliteit van de AEB. Er is

¹ Zie voetnoot 14.

² De koper krijgt zijn stukken sinds 1 juni 1995 drie werkdagen na transactiedatum geleverd. In het verleden duurde de afwikkeling zeven kalenderdagen.

echter geen tijd voor de AEB om in tevredenheid om te zien. Door de toenemende concurrentie zal de efficiency van het handelssysteem en de algemene kwaliteit van de beurs van cruciaal belang blijken. Een thans adequaat systeem vormt geen garantie voor de toekomst, hooguit een redelijke uitgangspositie.

De ledenvergadering van de VvdE bestaat uit verschillende bloedgroepen met niet altijd parallel lopende belangen. Door de ledenvergadering is onlangs ingestemd met een plan voor een herziening van de bestaande organisatiestructuur. Dit is, naar het zich thans laat aanzien, een belangrijke stap in de goede richting. De voorstellen behelzen onder meer een scheiding tussen het verenigingsdeel als zelfregulerende organisatie van de leden en een zelfstandige beursorganisatie die zich volledig kan richten op haar cliënten: de uitgevende instellingen, de institutionele en particuliere beleggers en het intermediair. Het beursbestuur verwacht dat een op commerciële leest geschoeide marktorganisatie betere mogelijkheden biedt om in de toekomst slagvaardig en efficiënt te opereren. De klantgerichtheid wordt eveneens onderstreept, doordat in de voorgenomen organisatiestructuur is voorzien in de «cliënt» als aandeelhouder (beursleden, genoteerde ondernemingen en institutionele beleggers). Ondergetekende is van mening dat de AEB zich zo flexibel en cliëntgericht mogelijk dient op te stellen. De daarop gerichte voorstellen verdienen dan ook alle steun. Dit neemt overigens niet weg dat de Minister ter zijner tijd de nieuwe structuur zal dienen te toetsen op de vraag of de beurshouder in staat is te voldoen aan alle verantwoordelijkheden en verplichtingen die de Wte 1995 expliciet aan de beurshouder oplegt. Zowel de VvdE als de marktorganisatie dienen hiertoe over voldoende mandaat en instrumenten te beschikken en elk van hen zal daarop door de toezichthouder moeten kunnen worden aangesproken.

Momenteel zijn er gesprekken gaande tussen de AEB en de EOE omtrent een eventuele samenwerking. Indien de AEB en de EOE zouden besluiten samen te gaan, zou dit een belangrijke stap betekenen voor de concurrentiepositie van de gecombineerde beurzen. Zoals reeds in hoofdstuk 4 is aangegeven, bestaat bij de marktpartijen een toenemende behoefte aan op maat gesneden producten, mogelijkheden om bepaalde risico's van de contante markt af te dekken en mogelijkheden om snel een positie in te nemen dan wel te sluiten. In economische zin zijn de contante en de afgeleide markt reeds één allesomvattende markt. Een samengaan van beide beurzen zou recht doen aan de marktvraag naar een geïntegreerd productaanbod met voldoende hedgingsmogelijkheden («one stop shopping»). Het is dan ook aannemelijk dat een integratie van effectenbeurs en optiebeurs aanzienlijke voordelen zal opleveren. Om die redenen ben ik uitdrukkelijk voorstander van het samengaan van beide beurzen. In het licht van deze mogelijke samenwerking moet ook de voorgenomen aanpassing van de organisatiestructuur van de VvdE worden gezien. Deze zal immers een fusie tussen beide beursorganisaties vergemakkelijken. Daarnaast zal door het aangaan van (internationale) strategische allianties (bijvoorbeeld het koppelen van elektronische handelssystemen) de liquiditeit en daarmee de aantrekkelijkheid van de AEB verder kunnen worden vergroot.¹ Indien partijen immers door middel van een elektronisch handelssysteem de producten van verschillende markten kunnen kopen en verkopen, biedt dit een aanmerkelijk toegevoegde waarde boven andere systemen.

De professionalisering en de internationalisering van de bedrijfstak stellen steeds hogere eisen aan de efficiency van de afwikkelingsystemen. Met de realisatie van Necicom² is hiervoor een belangrijke stap gezet. Thans zijn er vergaande voorstellen om de Effectenclearing en Necigef te herstructureren tot één centraal clearing-, settlement- en bewaarinstituut (Amsterdam Securities Depository) waardoor de verrekening, afwikkeling en bewaring in een hand zou komen. Daarnaast bestaat het voornemen om een directe aansluiting met internationale

¹ De samenwerkende Europese beurzen hebben onlangs het zogenoemde Euro-list opgezet. Hierdoor wordt het mogelijk voor grote reeds op een Europese beurs genoteerde Europese ondernemingen om op eenvoudige wijze aanvullende noteringen te verkrijgen op andere Europese beurzen en om gemakkelijker aan hun (informatie)verplichtingen te voldoen.

² Het datacommunicatiesysteem tussen Necigef en de bij hem aangesloten instellingen, dat voorwaarden biedt tot belangrijke versnelling en afwikkeling van opdrachten.

clearing- & afwikkelingssystemen te bewerkstelligen. Onlangs is transactiegewijze afwikkeling mogelijk geworden. Dit vormt een aanzienlijke verbetering voor de zekerheden omtrent betaling en levering van de gedane transacties. Ondergetekende is van mening dat een kwaliteitsverbetering van het back office van de beurs de algemene concurrentiepositie van de Amsterdamse effectenmarkt sterk ten goede zal komen. De nieuwe structuur van clearing & afwikkeling zal echter recht moeten doen aan de eisen zoals die zijn neergelegd in de Wet giraal effectenverkeer (uit het oogpunt van een effectieve bescherming van de belegger).

De AEB tracht tevens de beurskapitalisatie verder te vergroten door het stimuleren van beursintroductions. Aan de kant van het aanbod van kapitaal kan de beurs trachten het potentieel aan besparingen verder te activeren richting effectenhandel, door het verder interesseren van het publiek voor het beleggen in effecten. Daarbij is van belang nader invulling te geven aan de rol van de aandeelhouder («corporate governance»), zoals onlangs door de VEUO en de VvdE is aangekondigd.

5.3 Slot

Het lijkt geen twijfel dat de effectenmarkten een periode ingaan van sterk verhevigde concurrentie. Het is dan ook van groot belang dat de VvdE en de AEB alert zullen blijven op de ontwikkelingen. De AEB zal zich competitief dienen op te stellen en een zo hoog mogelijke kwaliteit moeten leveren tegen de laagst mogelijke kosten. Vanuit de traditie van de van oudsher open Nederlandse economie en gelet op de maatregelen die de VvdE en de AEB reeds hebben genomen dan wel hebben aangekondigd, tonen zij ook in de toekomst aan hun «mission statement» te willen blijven voldoen. Het is echter voor een groot deel aan de VvdE en de AEB zelf in hoeverre de Europese harmonisatie en de totstandkoming van de EMU vooral een belangrijke nieuwe kans dan wel een bedreiging vormen.