



FOTO: RAMON VAN FLYMEN VOOR HET FD

MARKTEN

Amsterdamse beurs moet op zoek naar legitieme business

De Amsterdamse beurs maakt overuren. Amsterdam wint handelsvolume door de brexit, en ziet nu goud in het binnenhalen van spacs: Special Purpose Acquisition

Companies. Dit is de beursgang van een lege huls die met de opgehaalde zak geld op zoek gaat naar overname van een nog niet beursgenoteerd bedrijf. Het bijzondere is dat zo alle heisa van een normale beursgang — lees regels en procedures — kan worden ontlopen. Als je dus inschrijft op een aandeltje spac, heb je straks een aandeel in een nog onbepaalde onderneming.

Maar hier passen alarmbellen: waarom zou je ergens geld in stoppen zonder te weten wat er met dat geld gebeurt? Bovendien wordt je aandeel in de spac via complexe constructies afgeroomd. Als je oplet, kan het meevallen; je kunt vlak voor een daadwerkelijke investering je geld terug-eisen. Maar uit internationaal onderzoek blijkt dat van het geld dat in de spac blijft een derde wordt afgeroomd.

In Nederland hebben we dit eerder gezien. Het woekerpolisschandaal met 7,5 miljoen verkochte polissen kende een vergelijkbare verdwijningstruc, waarbij een derde van de inleg verdween. Spacs zijn niets anders dan een nieuwe manier om de kleine belegger (vooral nog) legaal op te lichten.

Het FD schreef hierover: 'Voor beleggers zijn spacs interessant omdat ze zo de kans

➔ **Spac heeft complexe constructie die juist voor kleine belegger moeilijk te doorgronden is**

➔ **Beurs heeft belangrijke poortwachtersrol om belegger te beschermen**

➔ **Als beurs dit nalaat, moet AFM ingrijpen**

krijgen aan een beursgang mee te doen. Bij gewone beursgangen lukt dat zelden, doordat alle aandelen worden opgekocht door grote institutionele beleggers.' En: 'Beleggers hopen te profiteren van het uitstekende sentiment op de beurzen.' Wie weet het nog? Woekerpolissen waren vaak ook beleggingen op de beurs, en ja, ook in de jaren negentig was er een hausse op de beurs, die werd gebruikt om beleggers in een complexe woekerpolis te trekken.

Maar is het niet ieders recht zich te laten afzetten, is bescherming wel nodig? Het antwoord is simpel. Het gaat om kleine beleggers en niet om professionele partijen. Professionals worden geacht door de complexiteit heen te kunnen kijken, kleine beleggers niet. Bij financiële producten (zoals een complexere verzekering of pensioenpolis, oftewel de voormalige woekerpolissen) is dit inmiddels redelijk goed geregeld. De aanbieder heeft een verantwoordelijkheid. Op financiële markten als de Amsterdamse beurs is de bescherming anders. Hier moet aan transparantie-eisen worden voldaan en is *insider trading* verboden. De eerlijkheid van handel en prijsvorming moet worden veiliggesteld. Maar bij een beursgang is nog geen sprake van handel en openbare prijsvorming, daarom gelden er allerlei eisen. Het betrokken bedrijf moet een uitgebreide prospectus uitbrengen, er is een track record nodig en de reputatie van de begeleidende bank speelt een rol.

Deze veiligheidskleppen zijn precies wat een spac probeert te ontlopen. Het zou een beursgang te duur maken. Maar internationaal onderzoek toont inmiddels dat een spacbeursgang juist goedkoop is doordat de belegger voor de gek kan worden gehouden. Het afromingsmechanisme subsidieert de beursgang, en maakt iedereen rijk behalve de kleinere belegger.

AMSTERDAM, DENK NA

Dit moet een waarschuwing zijn voor het Damrak. Een beurs heeft een belangrijke poortwachtersrol, en de spac bestaat louter om die te omzeilen. Amsterdam, denk dus na. Zet in op volledige transparantie en expliciete bescherming voor de kleine belegger. Bedenk hoe een fatsoenlijke spac er uit moet zien. Beter nog, maak het proces voor een normale beursgang efficiënter, maar verrijk je niet over de rug van de kleine belegger. Leer van private equity (PE), investeringsfondsen die bedrijven van de beurs halen, en waarin beleggers kunnen participeren. Deze beleggers heten dan *limited partners* en kunnen eveneens 'beet worden genomen'. Maar hier gaat het om grote partijen zoals pensioenfondsen, die geacht worden tegenwicht te kunnen bieden. Bovendien werkt de PE-markt op basis van trackrecord en expertise. Er zijn concrete investeringen gedaan, het is duidelijk welke expertise wordt ingebracht. PE is ook ten principale geen handel in ondernemingen, maar een eigendomsvorm om ondernemingen te herstructureren, en groeiemarkten op te zoeken. Spac is gewoon handel. Geld ophalen, afromen en wat restteert gebruiken om een onderneming op

Een spacbeursgang is juist goedkoop omdat de belegger voor de gek kan worden gehouden

de beurs te plaatsen. Wat dit betekent, is dat er een economisch valide rationale is voor PE, maar niet voor spacs.

Is er dan nooit een rationale voor een spacachtige constructie? Jawel, als het andersom begint. Als pensioenfondsen een mkb-vehicle creëren dat leningen aan mkb-bedrijven bundelt, kan dit aan de beurs worden genoteerd. Maar de volgorde is: eerst investeren, expertise opbouwen en vervolgens (deels) naar de beurs. Daarna kan het nieuwe aandelen uitgeven om vervolginvesteringen te doen. Er is een bevozen trackrecord, en je weet wat je koopt. Zie Warren Buffett's Berkshire Hathaway, — een groot investeringsfonds dat ook aandelen uitgeeft op de beurs.

We zien in de Verenigde Staten waar gebrek aan bescherming toe leidt. Banken hebben daar hoge waarderingen, door beurshandel, maar vooral doordat ze troep mogen verkopen: er is veel minder consumentenbescherming, zeker sinds Donald Trump. Het credo *'Let them eat credit'* lag aan de wortel van de subprimecrisis en is de ideale verrijkmethode voor banken. De makkelijk te misleiden lagere middenklasse is slachtoffer. Het is geen toeval dat spacs in de VS zijn ontstaan.

Dit is niet de toekomst die Amsterdam moet najagen. Doet ze dat wel, dan wordt het hoog tijd voor de AFM om daar een stokje voor te steken. Uiteindelijk leidt dit soort financiële wanpraktijken alleen maar tot meer economische ongelijkheid en maatschappelijke ontwrichting.



Arnoud Boot is raadslid van de WRR en hoogleraar corporate finance & financiële markten aan de UvA. Sweder van Wijnbergen is hoogleraar economie aan de UvA.