

De beurs naar de beurs

13 maart 2001 | Het Financieele Dagblad

Door: Boot, A.boot

Arnoud W.A. Boot

Wat hebben de beurzen van Zweden en Duitsland gemeen? Beide verhandelen hun eigen aandelen. De aandelen van OM Gruppen, de eigenaar van de beurs in Stockholm, worden op diezelfde beurs verhandeld. Hetzelfde geldt sinds een paar weken voor de Duitse beurs. De Deutsche Borse heeft met een initial public offering (ipo) aandelen onder het publiek verkocht en staat nu genoteerd op haar eigen beurs. Het is de verwachting dat Euronext (de beurs waar Amsterdam toebehoort) niet lang op zich zal laten wachten.

De belangrijke vraag is of deze omvormingen vooruitgang betekenen. Is het goed voor de klanten van de beurs: de genoteerde bedrijven en de beleggers? Het antwoord is mogelijk neen. De ambitie om allerlei grote dingen te gaan doen met de verworven 'kapitalistische' vrijheden kan wel eens op gespannen voet staan met de wensen van haar klanten.

Maar eerst een klein stukje geschiedenis. Traditioneel waren beurzen verenigingen; voor sommige beurzen zoals bijvoorbeeld de Newyorkse beurs (NYSE) geldt dit nog steeds. Binnen zo'n vereniging hebben de leden het voor het zeggen. Dit zijn veelal de handelaren en market makers, de gebruikers dus. In twee fases wordt hiervan afscheid genomen. In de eerste fase wordt de beurs omgetoverd in een nv waarbij aandelen verstrekt worden aan de voormalige leden; dus de aandelen worden 'onderhands' geplaatst bij de belangrijkste actoren op de beurs. Hiermee zijn er nog geen vrij verhandelbare aandelen. Hiervan is pas sprake als er daadwerkelijk een ipo heeft plaatsgevonden en de aandelen openbaar zijn uitgegeven met notering en handel op de beurs zelf. Dat is het moment waarop u en ik ons geld kunnen beleggen in aandelen van de beurs.

Een vraag is waarom beurzen van de verenigingsstructuur afstappen. Hiervoor zijn twee redenen. De eerste is dat beurzen grote ambities hebben. Zij willen grote investeringen doen, als het even kan concurrerende beurzen opkopen, en hiervoor is veel kapitaal nodig. Een beursgang maakt het relatief makkelijk om via de uitgifte van nieuwe aandelen geld aan te trekken. OM Gruppen is een mooi voorbeeld. Zij heeft zelfs een poging gedaan om de veel grotere Londense beurs over te nemen. Een tweede argument kan zijn dat een vereniging wordt verlamd door allerlei eigenbelangen van leden die elk (groot en klein) een stem hebben. Dit is niet geheel uit de lucht gegrepen. De democratische, maar moeizame besluitvorming binnen een vereniging kan op gespannen voet staan met slagvaardigheid.

Toch is het te eenvoudig om op deze gronden de verenigingsstructuur naar het kerkhof te dragen. De structuur heeft vele jaren redelijk goed gefunctioneerd, en is het nu echt zo dat de aandeelhoudersstructuur (nv) zoveel voordelen biedt? Deze problematiek raakt het grote corporate governance-debat. Eenduidige antwoorden worden daarin niet gegeven, wel allerlei pertinente opinies over de vermeende superioriteit van het Angelsaksische, op aandeelhouders georiënteerde stelsel, of het Continentaal-Europese stakeholderstelsel.

De verenigingsstructuur is een soort super-stakeholdermodel waar - ik chargeer - iedereen meebeslist over alles. Dit laatste klinkt inefficiënt maar vele organisaties van professionals, waaronder de consultants bijvoorbeeld, hebben dergelijke karaktertrekken. Dit laatste geeft wel een beetje aan waarom beurzen losraken van het verenigingsmodel. Het worden in toenemende mate een soort technologiebedrijfjes, met een elektronisch productieproces (het handelssysteem) waar voorheen sprake was van een puur door mensen gevormd handelssysteem. Dit is een soort late industriële revolutie: arbeid maakt plaats voor machines.

Maar de aandeelhoudersstructuur is ook niet alles. De ambities die de beurzen hebben om elkaar op te kopen, door middel van aandelenemissies, is een 'mixed blessing'. Fusies lijken een goed middel om de toegankelijkheid van beurzen tot elkaars handelssystemen te vergroten. Over de grens aandelen kopen is nog steeds kostbaar.

Fusies zouden voor verbetering kunnen zorgen, maar succes is niet verzekerd. De ervaring leert dat slagvaardigheid van beurzen alleen wordt afgedwongen als de concurrentie groot is. Fusies tussen beurzen dreigen echter de concurrentie te verminderen. Maar, zult u zeggen, allerlei nieuwe concurrerende beurzen komen er aan: JIway, Nasdaq-Europa, Eastdaq, etc. etc. Al deze nieuwe initiatieven hebben echter één ding gemeen: ze hebben nog geen voet aan de grond gekregen.

Wat dit betekent is dat er een groot gevaar bestaat voor betweterigheid. Een mooi voorbeeld zijn de voorstellen voor handel in kleinere fondsen door Euronext. Deze Frans-Belgisch-Nederlandse beurs heeft voorgesteld voor deze fondsen alleen een tweemaal daagse 'auction' te organiseren, dus geen continue handel en prijsvorming. De fondsen (de bedrijven dus) klagen steen en been. En ook de beleggers zijn hierop tegen. Euronext is er echter van overtuigd dat een dergelijke 'auction' tot een betere prijsvorming leidt voor fondsen met een relatief klein handelsvolume. Zij kan gelijk hebben, maar haar klanten vinden het belangrijker dat op elk moment op de beurs kan worden gehandeld. Wat te doen? De klant is koning. of niet?

Prof. dr Arnoud W.A. Boot is partner bij McKinsey & Co en hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam.

Metadata

Publicatie Datum dinsdag, 13 maart 2001 0:00

Auteurs	Boot, A.boot
Bron	Het Financieele Dagblad
Copyright Jaar	2001
Categorie	Optiek
Pagina Nummer	11
Volgnummer	1