

Beurse plekken

H. Berkman en O.W. Steenbeek*

De hervorming van het handelssysteem van de beurs van Amsterdam heeft geleid tot de instelling van twee deelmarkten: één voor grote en één voor kleine orders. Door deze scheiding hebben kleine beleggers een informatie-achterstand gekregen, die hen benadeelt. Bovendien wordt de liquiditeit van de markt voor kleine beleggers gereduceerd door enkele privileges van de hoeklieden.

Op 30 september j.l. werd op de Amsterdamse Effectenbeurs (AEB) een nieuw handelssysteem geïntroduceerd. Dit was het antwoord op de vraag hoe een deel van het aan de beurs van Londen verloren gegane marktaandeel teruggewonnen kon worden. Wij richten ons in dit artikel met name op de consequenties van de veranderingen voor de particuliere belegger. Ons inziens zijn er in het hervormingspakket enige restricties en bepalingen opgenomen die er toe leiden dat de kleine belegger er slechter vanaf komt – en de hoekman beter – dan economisch gezien wenselijk is.

Liquiditeit van de markt

Elke effectenmarkt streeft ernaar dat beleggers snel en tegen lage transactiekosten waardepapieren kunnen verhandelen. Het handelssysteem bepaalt hoe vraag en aanbod bij elkaar komen¹. Een aantal van 's werelds grootste aandelenmarkten is georganiseerd rond een geautomatiseerd limietenboek zonder dat een intermediair (zoals een dealer) een speciale plaats inneemt ten opzichte van de handelende beleggers. Voorbeelden zijn de Tokyo Stock Exchange, de Toronto Stock Exchange en de Paris Bourse. Op deze geautomatiseerde markten handelen beleggers direct met elkaar.

De belangrijkste typen orders op een effectenmarkt zijn: marktorders en limietorders. Een marktorder wordt onmiddellijk uitgevoerd tegen de best mogelijke prijs, terwijl een limietorder alleen wordt uitgevoerd tegen een van tevoren gespecificeerde prijs of beter. Figuur 1 geeft een voorbeeld van een markt met een geautomatiseerd limietenboek, gebaseerd op het handelssysteem van de beurs van Tokio.

Wanneer een belegger onmiddellijk wil handelen, dan geeft hij een marktorder op. Veronderstel dat belegger A onmiddellijk 100 aandelen Y wil kopen en daarom een markt-kooporder opgeeft. Zijn order wordt rechtstreeks naar het limietenboek gestuurd, waar de computer zijn opdracht uitvoert tegen de limiet-verkooporder van ¥ 10000 van belegger B. Bij uitvoering van zijn order betaalt A impliciet een pre-

mie die gelijk is aan het verschil tussen de werkelijke prijs en de laagste laatprijs. Deze laatpremie is ¥ 10 indien we aannemen dat de werkelijke prijs precies ligt tussen de beste biedprijs en de beste laatprijs in het boek. A wil onmiddellijk handelen en heeft daarom een marktorder opgegeven en betaalt een liquiditeitspremie. Belegger B die een limietorder heeft opgegeven is geduldiger en wordt daarvoor beloond: hij ontvangt een liquiditeitspremie. Belegger C die een markt-verkooporder voor 100 aandelen Y opgeeft, handelt tegen de biedprijs van belegger D, 9980. C betaalt het verschil tussen de werkelijke prijs en de hoogste biedprijs (10) als premie. Belegger D, in dit geval de aanbieder van liquiditeit, ontvangt deze premie. Indien A en C de laat- en biedpremies te hoog vinden, kunnen zij ervoor kiezen zelf als aanbieder op te treden door een koop- resp. verkooplimietorder op te geven.

Het verschil tussen de biedprijs en de laatprijs (ook wel 'marktspread' genoemd), is onder meer afhankelijk van de vraag op welke wijze informatie bij de marktparticipanten verdeeld is. Heeft men allemaal veel en gelijktijdig informatie, dan kan de marktspread zeer klein worden. Is informatie echter minder gelijk verdeeld en minder overvloedig aanwezig dan bestaat de kans dat marktpartijen afgetroefd worden door beter geïnformeerde beleggers. In een dergelijke situatie zal veiligheidshalve een grotere bid-ask-spread ontstaan. Hoe groter deze marge, hoe groter de liquiditeitspremie en als gevolg daarvan hoe minder liquide de markt.

Een lage prijs voor liquiditeit is echter essentieel, aangezien de bied- of laatpremie in de praktijk het grootste deel van de transactiekosten uitmaakt,

* Henk Berkman is verbonden aan het Department of Finance van de universiteit van Auckland, Nieuw Zeeland. Onno Steenbeek is assistent in opleiding bij de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit te Rotterdam. 1. Voor meer informatie over handelssystemen, zie bij voorbeeld: H. Berkman, *Trading systems and liquidity on securities markets*, dissertatie, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1992

	prijs	aantal	beleggers
koop	9950	1000	O (500), P (500)
limiet	9960	300	N (300)
orders	9970	500	L (200), M (300)
	9980	1000	D (500), E (200), F (300)
<i>biedpremie</i>			
werkelijke prijs -----			
<i>laatpremie</i>			
verkoop	10000	1000	B (400), G (600)
limiet	10010	200	H (200)
orders	10020	500	I (300), J (200)
	10030	800	K (800)

Figuur 1.
Limietenboek
voor aandeel Y

d.w.z. groter is dan de commissie die aan de intermediair moet worden betaald. Indien een marktform wordt nagestreefd waarin maximale liquiditeit wordt gerealiseerd, dan is het belangrijk dat verschaffers van vermogen worden aangespoord zo snel mogelijk hun limietorders op te geven. Dit leidt er namelijk toe dat vragers vroegtijdig weten tegen welke kosten zij kunnen handelen en dat eventuele twijfelsaars kunnen besluiten niet te handelen, of een markt- of limietorder op te geven.

Om beleggers uit te lokken hun orders snel bekend te maken worden op bijna alle beurzen ter wereld twee voorrangsregels gehanteerd:

- **prijsprioriteit;** Dit houdt in dat marktorders worden uitgevoerd tegen de hoogste biedprijs of de laagste laatprijs. In het voorbeeld worden de orders van D, E en F altijd vóór die van L t/m P afgewikkeld, en die van B en G altijd vóór die van H t/m K.
- **tijdsprioriteit;** Deze regel houdt in dat bij eenzelfde prijs eerder geplaatste orders voorrang hebben. In het voorbeeld betekent dit dat de order van D voorrang heeft op die van E en F, en de order van B voorrang heeft op die van G.

Naast deze voorrangsregels moeten aanbieders van vermogenstitels ervan uit kunnen gaan dat de concurrentie eerlijk is, dat alle relevante informatiebronnen toegankelijk zijn en dat niemand systematisch over meer informatie beschikt dan een ander. Er moet dus sprake zijn van een maximaal inzicht in aanbod van, en vraag naar vermogenstitels voor alle marktparticipanten, waarbij alle potentiële vermogensverschaffers ertoe worden bewogen zo snel mogelijk hun intenties bekend te maken. In de woorden van enige wetenschappers: "It is necessary in order to foster market liquidity to establish a trading system which will provide incentives to the public and to market makers to place limit orders and quotes and announce their best buying and selling prices"².

De AEB

In het handelssysteem van de AEB staan naast een limietenboek ook zogenaamde hoeklieden centraal³. Deze hoeklieden hebben tot taak extra liquiditeit te verschaffen naast de limietorders van publieke beleg-

gers⁴. Volgens sommigen is een risico van het in de vorige paragraaf geschetste systeem namelijk dat bij bepaalde minder actief verhandelde fondsen vraag en aanbod te gering kan zijn waardoor de prijs te grote schommelingen vertoont.

In het oude handelssysteem waren per fonds meerdere hoeklieden aangewezen die met elkaar en met overige marktparticipanten konden concurreren en zo de scherpste prijzen tot stand brachten. De door de hoeklieden afgegeven prijzen, de 'quotes', zijn vergelijkbaar met publieke limietorders: de hoekman biedt 'liquiditeit' aan en ontvangt daarvoor in ruil een bied- of laatpremie. De hoeklieden waren niet verplicht om voortdurend quotes af te geven, zodat het kon voorkomen dat een binnenkomende marktorder niet direct met een limietorder in het boek 'gematched' kon worden.

Voor aandelentransacties vanaf f 1 mln werd voorts het Amsterdams Interprofessioneel Marktsysteem (AIM) ingesteld. Institutionele beleggers die snel grote pakketten effecten willen verhandelen, doen dat namelijk niet graag in een transparante en anonieme markt. In een transparante markt zouden zij door de omvang van hun transacties direct invloed op de prijs kunnen hebben, vooral als er niet direct een tegenpartij van gelijke grootte kan worden gevonden. Dit is zowel bij koop als verkoop niet in hun belang. Grote beleggers werd daarom de gelegenheid geboden buiten het limietenboek om op zoek naar een tegenpartij, die bereid is de andere kant van de transactie in te nemen. Inschakeling van de hoekman was hierbij niet verplicht. Daarmee werden tevens de kosten van de hoekman vermeden.

Vanaf het eind van de jaren tachtig daalde het marktaandeel van de AEB in Nederlandse effecten spectaculair. Dit werd enerzijds toegeschreven aan de sterk toegenomen concurrentie van buitenlandse intermediairs die goedkoper en actiever zouden zijn. Anderzijds werd geconcludeerd dat het handelssysteem niet optimaal aansloot bij de wensen van de diverse marktparticipanten. De beurs was weliswaar ingedeeld in een centrale markt (met de hoeklieden) en het AIM, maar de splitsing ging met name de grote marktpartijen niet ver genoeg.

Het nieuwe handelssysteem

In het nieuwe handelssysteem wordt de indeling in twee markt-segmenten versterkt. Zij worden door de hoekman-nieuwe-stijl met elkaar verbonden. Per fonds is één hoekman aangesteld, die verplicht is

2. Zie: Y. Amihud en H. Mendelson, *How (not) to integrate the European capital markets*, paper gepresenteerd tijdens de CEPR-IMI conferentie over de integratie van de Europese financiële markten, januari 1990.

3. Zie: AEB, *Amsterdamse Effectenbeurs, Beschrijving nieuwe handelssystematiek* (Het Blauwboek), AEB, Amsterdam, november 1993, en: AEB, *De nieuwe handelssystemen op de Amsterdamse effectenbeurs*, AEB, Amsterdam, september 1994.

4. Dit geldt voor de markt voor de 30 meest actieve aandelen, waar wij ons in deze analyse in het bijzonder op richten.

voortdurend quotes af te geven. Figuur 2 vermeldt een voorbeeld van de nieuwe situatie.

De hoekman wordt gedwongen om scherpe prijzen af te geven, aangezien ook voor hem de regels van tijds- en prijsprioriteit (de beste-prijsregel (bpr)) gelden. Bovendien is er een regel die stelt dat limietorders bij een zelfde prijs altijd voorrang hebben op de quote van de hoekman. Wanneer belegger A een markt-kooporder van 100 aandelen Z opgeeft, wordt deze in het voorbeeld derhalve gematched met de limietorder van belegger B⁵. Een markt-verkooporder van 100 aandelen Z door belegger C wordt gematched met de quote van de hoekman. In het eerste geval treedt de hoekman op als boekhouder en worden de twee publieke orders formeel door hem gematched. Hij ontvangt daarvoor een laag courtage-tarief (0,016%). In het tweede geval treedt hij in de transactie op als partij. Naast de laatpremie ontvangt hij het hoge courtage-tarief (0,08%).

In Amsterdam is aan de speciale wensen van institutionele beleggers tegemoet gekomen door het creëren van een wholesale-segment waar via de telefoon of via een computersysteem grote pakketten van eigenaar kunnen wisselen. Het wholesale-segment is eigenlijk een uitbreiding van het AIM, waarbij grote orders op twee verschillende manieren kunnen worden verhandeld. De eerste mogelijkheid wordt geboden door AIDA, het Automatic Interprofessional Dealingsystem Amsterdam. Dit is een interactief systeem waarin orders anoniem en automatisch via beeldschermen kunnen worden uitgevoerd. De andere mogelijkheid is ASSET, het AmSterdam Stock Exchange Tradingsystem, dat te vergelijken is met het Londense SEAQ. Dit systeem biedt aan banken en commissio-nairs de mogelijkheid prijzen en hoeveelheden voor bepaalde actieve fondsen te adverteren, waarbij ook de naam bekend wordt gemaakt. De uiteindelijke transactie vindt vervolgens per telefoon plaats. De retailmarkt is tenslotte een derde mogelijkheid.

Grote beleggers staat derhalve een groot aantal manieren ter beschikking om omvangrijke pakketten te verhandelen, waarbij zij de hoeveelheid te verschaffen informatie tot op zekere hoogte zelf in de hand hebben. Dit leidt ertoe dat de verschillende marktparticipanten op een willekeurig ogenblik niet noodzakelijkerwijs dezelfde informatie ter beschikking hebben.

De kleinere beleggers hebben juist meer baat bij een volledig transparante markt en hun staat het hierboven beschreven retail-segment ter beschikking. Orders tot de wholesale-grenss moeten worden verhandeld via het limietenboek⁶.

Kritiek

Het lijkt erop dat de AEB een markt heeft ontworpen die aan alle eisen van de moderne effectenhandel voldoet. Bij de hervormingen is echter vooral naar de grote institutionele beleggers geluisterd en de belangen van kleinere beleggers zijn naar de achtergrond gedrongen. Een aantal ogenschijnlijk onbeduidende elementen in het nieuwe systeem staat een juichstemming daarom in de weg.

Figuur 2. Het limietenboek voor aandeel Z

	Limietenboek			hoekman		totaal		
	prijs	aantal	belegger	prijs	aantal ^a	prijs	aantal	
koop	99,50	1000	L (500), M (500)			99,50	1000	
limiet	99,60	300	F (300)			99,60	300	
orders	99,70	500	D (200), E (300)			99,70	500	
					99,80	7500	99,80	7500
<i>biedpremie</i>								
werkelijke prijs								
<i>laatpremie</i>								
	100,00	1000	B (500), G (500)	100,00	7500	100,00	8500	
verkoop	100,10	200	H (200)			100,10	200	
limiet	100,20	500	I (300), J (200)			100,20	500	
orders	100,30	800	K (800)			100,30	800	

a. De omvang van de quote is minimaal gelijk aan de wholesale-grens.

1. De 15-seconden-regel

Citerend uit de AEB-publicatie (blz. 14): "In sommige situaties zal (...) automatische uitvoering [van marketable orders⁷] niet onmiddellijk zijn, omdat de hoekman van de gelegenheid gebruik maakt om gedurende een korte tijd (15 seconden) zijn prijs alsnog te verbeteren"⁸.

Deze regel werkt als volgt. Stel dat een markt-kooporder wordt afgegeven voor 500 aandelen Z (zie figuur 2). Zonder de 15-seconden-regel zou deze order in het limietenboek direct worden gematched met de particuliere limietorder van f 100 die voorrang heeft op de quote van de hoekman. In dit geval heeft de hoekman evenwel 15 seconden de tijd om deze prijs te verbeteren en zijn quote te verplaatsen naar bij voorbeeld f 99,90.

De hoekman verbetert in het bovenstaande geval de prijs. Er lijkt derhalve geen aanleiding te zijn om kritiek te leveren op deze regel. Het probleem is echter dat de hoekman geen prikkel heeft om betere prijzen af te geven dan de scherpste publieke limietorder. Wanneer zijn quote gelijk is aan de beste limietorder en er komt een marktorder binnen, dan kan hij eerst bekijken wat er in het boek aan orders staat en vervolgens vanuit een luxe positie beoordelen of hij de order zelf wenst uit te voeren of niet. Indien hij van de regel gebruik maakt, heeft hij zicht op de totale omvang van de binnenkomende order.

5. Behalve in bepaalde gevallen, waarop wij hierna terugkomen.

6. De wholesalegrens wordt voor ieder fonds apart vastgesteld, en ligt ongeveer tussen f 85.000 (Elsevier) en f 2 mln. (Kon. Olie).

7. Een 'marketable order' is een marktorder of een limietorder die bij binnenkomst direct tegen een tegenovergestelde limietorder kan worden verhandeld.

8. Voorwaarde voor het in werking treden van deze regel zijn dat (1) de binnenkomende 'marketable' order tenminste even groot is als een tiende van de wholesalegrens en (2) de quote van de hoekman aan de relevante kant van de BPR op hetzelfde prijsniveau ligt als de publieke limietorder.

En als hij zijn quote aanpast en de order tegen deze quote uitvoert, ontvangt hij bovendien het hogere courtagetarief.

Het nadeel van de 15-seconden-regel voor de liquiditeit van de markt is tweeledig:

- de hoekman zal in het algemeen niet zijn beste quotes afgeven. Als de hoekman in het voorbeeld niet gebruik had kunnen maken van deze regel, dan was hij gedwongen geweest scherper te concurreren en wellicht vóór binnenkomst van de marktorder een lagere quote af te geven. Met deze regel zal de hoekman pas na de orderontvangst zijn echte quote afgeven. Het publiek is te laat om haar handelsbeslissing op deze situatie af te stemmen (en eventueel een nog betere quote af te geven);
- het publiek heeft een nadeel ten opzichte van de hoekman en is daarom minder bereid om een transactie aan te gaan. Het gevolg hiervan is dat het limietenboek dunner is, de bied- en laatprijzen slechter zijn en de marktprijs grotere schommelingen vertoont dan wanneer deze regel niet zou bestaan.

2. Informatieverschaffing

In het nieuwe handelssysteem is een aantal bepalingen opgenomen dat de transparantie van de markt voor de particuliere belegger beperkt:

- "Alleen beursleden die orders mogen inleggen kunnen inzicht krijgen in het limietenboek (blz. 14)."
- "Direct deal en andere wholesale-transacties worden in de cumulatieve realtime-omzet meegenomen voor zover gelijk aan of kleiner dan vijf maal de wholesalegrens (blz. 22)".
- "Omvang en prijs van de orders in het boek zijn zichtbaar voor alle partijen die orders mogen inbrengen, maar alleen de hoekman kent de identiteit van de partijen die een order hebben ingebracht (blz. 12)".

De eerste bepaling is waarschijnlijk het minst schadelijk. De particuliere belegger heeft als gevolg hiervan een nadeel t.o.v. de beursleden die het boek kunnen bekijken⁹. Er wordt nu over gedacht om per aandeel in elk geval de quotes van de hoekman via de elektronische systemen van de beurs en de commerciële systemen van informatieverkopers te publiceren. Deze maatregel zou het vertrouwen van het handelend publiek zonder twijfel ten goede komen.

De tweede bepaling resulteert erin dat geen enkele belegger inzicht heeft in de verhandeling van zeer grote aandelenpakketten. Deze grote transacties moeten weliswaar worden gerapporteerd aan het Toezicht Beurshandel, maar de informatie wordt niet doorgesluisd naar de rest van de markt. Amerikaans onderzoek laat zien dat de verhandeling van grote pakketten gepaard gaat met een aanzienlijke prijsreactie in de richting van de transactie¹⁰: indien een instituut een pakket verkoopt zal de prijs dalen en bij aankoop van een groot pakket zal de prijs stijgen. Doordat op de AEB de verhandeling van het grote pakket niet publiek wordt gemaakt, profiteert het instituut dat het grote pakket verhandelt in feite van de

nietsvermoedende overige marktparticipanten. Deze marktparticipanten handelen immers tegen andere, voor hen slechtere, prijzen dan zij gedaan zouden hebben indien zij van de grote transactie op de hoogte waren geweest.

Hierbij moet aangetekend worden dat een zelfde beperking van informatieverstrekking van kracht is op de beurs van Londen. Er is in het geval van de handel in grote pakketten derhalve sprake van concurrentie op het gebied van de regelgeving, waarbij de instituten daar zullen handelen waar de regelgeving het minst stringent is. De AEB heeft wellicht geen andere keus dan Londen op dit punt te volgen.

Ons derde kritiekpunt ten aanzien van de transparantie van de markt betreft het feit dat de hoekman weet wie een order in het limietenboek heeft ingelegd. Bedenk dat de hoekman zelf een marktparticipant is die posities inneemt en direct concurreert met publieke beleggers. De wetenschap wie een order heeft ingelegd kan zeer waardevol zijn¹¹ en het is niet duidelijk waarom de hoekman een speciaal recht zou moeten hebben om over deze informatie te beschikken.

3. Minimum-grootte van de quote

"(...) de hoekman [is] verplicht om doorlopend bied- en laatprijzen af te geven voor tenminste de omvang van de wholesale-grens", schrijft de AEB (blz. 13).

Hoe groter de limietorder (d.w.z. hoe groter het aantal aandelen) van een verschaffer van liquiditeit (publieke belegger of hoekman), hoe hoger de vergoeding die geëist wordt. Deze wetmatigheid is gebaseerd op de hogere voorraadkosten en de hogere kosten die de verschaffer van liquiditeit oploopt als hij met een marktorder van een beter geïnformeerde handelaar te maken krijgt¹².

Doordat de hoekman zich moet houden aan een minimale quote-grootte die gelijk is aan de wholesale-grens, wordt hij gedwongen om meer rekening te houden met deze potentiële extra kostenpost en geeft hij daarom slechtere quotes af dan wanneer hij voor kleinere hoeveelheden quotes mag afgeven. Indien de hoekman concurrerend moet optreden op de retailmarkt (in zijn eigen belang en in het belang van de retail-marktparticipanten), dan mist de instelling van een minimale quote-grootte zijn beoogde doel.

9. Particulieren kunnen evenwel trachten deze informatie te verkrijgen via de leden.

10. Zie bij voorbeeld A. Kraus en H.R. Stoll, Price impacts of block trading on the New York stock exchange, *Journal of Finance*, jg. 27, nr. 3, 1972, of L. Harris en E. Gurel, Price and volume effects associated with changes in the S&P 500, *Journal of Finance*, jg. 41, nr. 4, 1986.

11. L.K.C. Chan en J. Lakonishok stellen zelfs, dat "although market capitalization and relative trade size influence the market impact of a trade, the dominant influence is the identity of the money manager behind the trade". Zie: L.K.C. Chan en J. Lakonishok, Institutional trades and intraday stock price behavior, *Journal of Financial Economics*, jg. 33, nr. 2, 1993.

12. H.R. Stoll, Inferring the components of the bid-ask spread: theory and empirical tests, *Journal of Finance*, nr. 1, 1989.

Wanneer het de bedoeling is om de hoekman op de wholesalemarkt en de retailmarkt te laten participeren, dan lijkt het verstandiger om hem niet te binden wat betreft quote-omvang in het retail-segment, maar hem te verplichten quotes af te geven in zowel het wholesale- als het retail-segment van de markt. Er zou gestreefd moeten worden naar een situatie waarin de hoekman op het retail-segment participeert zonder dat hij gebonden is ten aanzien van de hoeveelheid en ook voor het overige op gelijke voorwaarden als andere beleggers mee-concurrereert.

Slot

Hoewel er veel verbeterd is in het handelssysteem van de AEB, zijn het de details die er de oorzaak van

zijn dat de markt nog niet ideaal is georganiseerd. Het is in het algemeen niet mogelijk om bij een verregaande hervorming alle partijen volledig tevreden te stellen, maar in dit geval heeft de kleinere publieke belegger duidelijk het onderspit gedolven. Met name informatie over transacties is ongelijk verdeeld. Vooral de grote beleggers kunnen hiervan profiteren. Voorts heeft de hoekman te weinig prikkels om scherpe prijzen af te geven, hetgeen eveneens in het nadeel is van de kleine belegger.

Henk Berkman
Onno Steenbeek