



Handelsbeperkingen op de beurs

Auteur(s):

Steenbeek, O.W.

Bergh, W.M. van den

*Werkzaam bij de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam. Met dank aan Maarten van Enschoot.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 271, 2 april 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

aandelenmarkten

Wanneer koersen plotseling sterk stijgen of dalen, zijn de kleine beleggers in het nadeel. Veel beurzen zetten de handel dan tijdelijk stop. Werkt dat?

Op 5 februari jl. kondigde de Amsterdamse effectenbeurs een nieuwe beursregel aan: wanneer de AEX-index ten opzichte van de slotstand van de vorige dag met meer dan 30 punten stijgt of daalt, wordt de handel op het particuliere segment van de beurs voor 15 minuten stilgelegd. Deze zogenaamde 'circuit breaker' is geen nieuw fenomeen: zowel grote als kleine beurzen elders hanteren ook dergelijke regels bij prijsschokken. De meningen over dergelijke beperkingen van de handel zijn sterk verdeeld.

De zwakke positie van de kleine belegger

Veel beleggers financieren hun aandelen met geleend geld. Het is gebruikelijk dat men op een portefeuille aandelen een lening kan afsluiten van bijvoorbeeld zestig procent van de marktwaarde, om daarmee weer nieuwe aandelen te kopen. Als een belegger inderdaad over superieure informatie beschikt over het toekomstige koersverloop is dit natuurlijk een ideale manier om die informatievoorsprong uit te buiten. Daar tegenover staat het gevaar dat de beurs een andere kant uitgaat dan verwacht, en dat daarmee de dekking van de aandelenpositie in gevaar komt. Zodra het geleende bedrag groter is dan de dekkingsvereiste, moet er direct een aanvulling van het tekort in contant geld plaats vinden. Als de financieringsmogelijkheden van de belegger zijn uitgeput kan dit alleen maar door aandelen te verkopen. Een plotselinge sterke koersdaling kan daarmee een serie 'gedwongen' verkopen tot gevolg hebben en als daar geen sterke vraag tegenover staat zal de daarmee gepaard gaande verdere koersdaling de verkoopgolf alleen nog maar versterken. De situatie is niet veel anders als er niet is geleend, maar er een duidelijke limiet is aan het bedrag dat men minimaal aan de belegging wil overhouden. En dan spreken we nog niet eens over beleggers die misschien nog niet in liquiditeitsproblemen komen door de koersdalingen maar die gewoon in paniek raken of besluiten winst te nemen zolang dat nog kan. Kortom, een scenario voor een echte beurskrach.

Het moge duidelijk zijn dat een crisissituatie zoals hierboven beschreven voor een belegger, die wil redden wat er nog te redden valt, buitengewoon ongewenst is. Maar met name de kleine belegger is nu in het nadeel. Deze belegger staat wat verder van de markt, beschikt normaal gesproken niet over de laatste koersinformatie en moet zijn aan- en verkooporders naar de beursvloer laten lopen via een aantal tussenschakels. Als hij zelf wil verkopen zal hij zijn toevlucht moeten nemen tot 'bestens' orders, omdat hij geen enkel inzicht heeft in de haalbaarheid van door hem opgegeven limieten. Wanneer de koersen heftig bewegen krijgt de kleinere belegger de effectenafdeling van zijn bank niet eens te spreken omdat alle lijnen bezet zijn. En degenen aan wie hij, noodgedwongen, de beslissingsbevoegdheid gedelegeerd heeft, hebben andere belangen dan een voor de belegger zo scherp mogelijke prijs te realiseren. In een situatie van plotselinge koersdaling is er dus sprake van een duidelijk controleprobleem.

Voor kleine beleggers zou het gunstig zijn als het koersverloop in zo'n situatie enigszins gedompt zou worden, zodat er meer tijd is om aan- of verkoop beslissingen te nemen en de orders te laten uitvoeren. Handelsrestricties zouden daarvoor een oplossing kunnen bieden, maar of ze dat echt doen, is omstrede.

Voor: handelsrestricties voorkomen paniekverkoop

De voorstanders stellen dat een circuit breaker de marktpartijen een adempauze biedt, waarin de ontwikkelingen in de markt eens rustig kunnen worden geanalyseerd. Uit onderzoek is gebleken dat veel beleggers tijdens de beurskrach in oktober 1987 hun aandelen voornamelijk verkochten omdat ze zagen dat anderen hun aandelen verkochten ¹. De prijsdaling zelf - en niet een of ander ongunstig nieuwsbericht - wordt dan een bron van informatie ². In een dergelijke panieksituatie kan een handelsstop voor de nodige rust zorgen en grote overreacties voorkomen.

In de wetenschap zijn meer voorstanders te vinden. Ma, Rao en Sears komen bijvoorbeeld tot de conclusie dat circuit breakers op de Amerikaanse termijnmarkt voor overheidsobligaties een kalmerend effect op de prijzen hebben ³. De volatiliteit van de prijzen is significant lager nadat de circuit breaker is gepasseerd. Ook Merton Miller, normaal gesproken een fervent tegenstander van alles wat op regels lijkt, denkt dat circuit breakers een gunstige invloed kunnen hebben ⁴. Hij stelt wel dat er synchronisatie moet plaatsvinden tussen de derivatenmarkt en de markt voor onderliggende waarden, zodat deze gelijktijdig open of gesloten zijn. Het ontbreken van een dergelijke synchronisatie is vaak aangehaald als een belangrijke oorzaak van het versterken van de beurskrach op Wall Street in 1987.

Op termijnmarkten en andere derivatenmarkten zoals de optiemarkt, dat wil zeggen markten waar men de prijs nu vastlegt terwijl levering in de

toekomst zal plaatsvinden, is altijd sprake van een risico. Dit is het risico dat een van de partijen niet aan zijn verplichtingen kan voldoen ('default'-risico). Prijslimieten zouden dus ook nuttig kunnen zijn om dit risico te beperken.

Met name na de wereldwijde beursval in 1987 is meer naar de voorstanders van circuit breakers geluisterd en zijn op de meeste grote beurzen dergelijke regels ingevoerd. Op de New York Stock Exchange wordt de handel bijvoorbeeld 15 minuten gestopt als de Dow Jones met 50 punten daalt of stijgt. Prijslimieten op de beurs van Tokyo stellen grenzen voor individuele fondsen waarvan de prijs per dag maximaal ongeveer 3% mag stijgen of dalen ten opzichte van de slotkoers van de vorige dag.

Tegen: de markt moet informatie verwerken

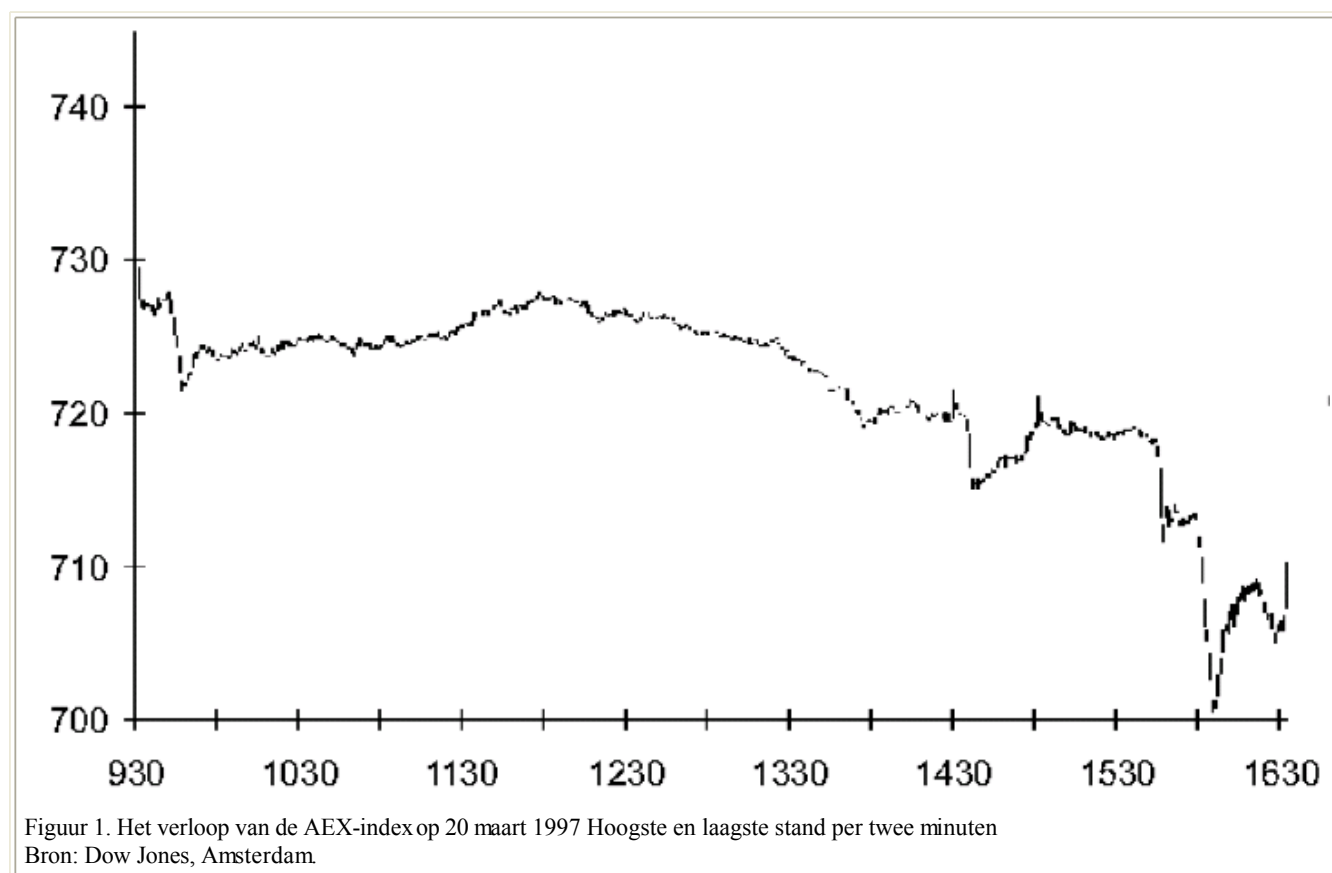
De tegenstanders van circuit breakers stellen dat de koersen uiteindelijk toch zullen bewegen naar een niveau dat vastligt door de veranderde achterliggende economische verhoudingen. Met andere woorden, uiteindelijk zal alle beschikbare informatie in de prijzen tot uiting moeten komen. Een handelsrestrictie leidt ertoe dat de marktwerking wordt gehinderd, zodat de aanpassing schoksgewijs plaatsvindt. In een sterk dalende of stijgende markt zou de liquiditeit kunnen afnemen, omdat de kans toeneemt dat de limiet wordt bereikt en men daardoor minder graag posities inneemt.

McMillan komt op basis van zijn studie van de markt voor S en P futures tot de conclusie dat circuit breakers zelfs schadelijk zijn voor de prijsvorming⁵. Er zou zelfs sprake zijn van een gravitatie-effect, waarbij de circuit breaker de prijs als het ware naar de limiet trekt. Ook Subrahmanyam komt in zijn theoretische artikel tot de conclusie dat in bepaalde gevallen de volatiliteit van prijzen, wanneer deze zich in de buurt van de limiet bevinden, stijgt⁶. Als gevolg van die toegenomen volatiliteit wordt de kans groter dat de circuit breaker in werking treedt.

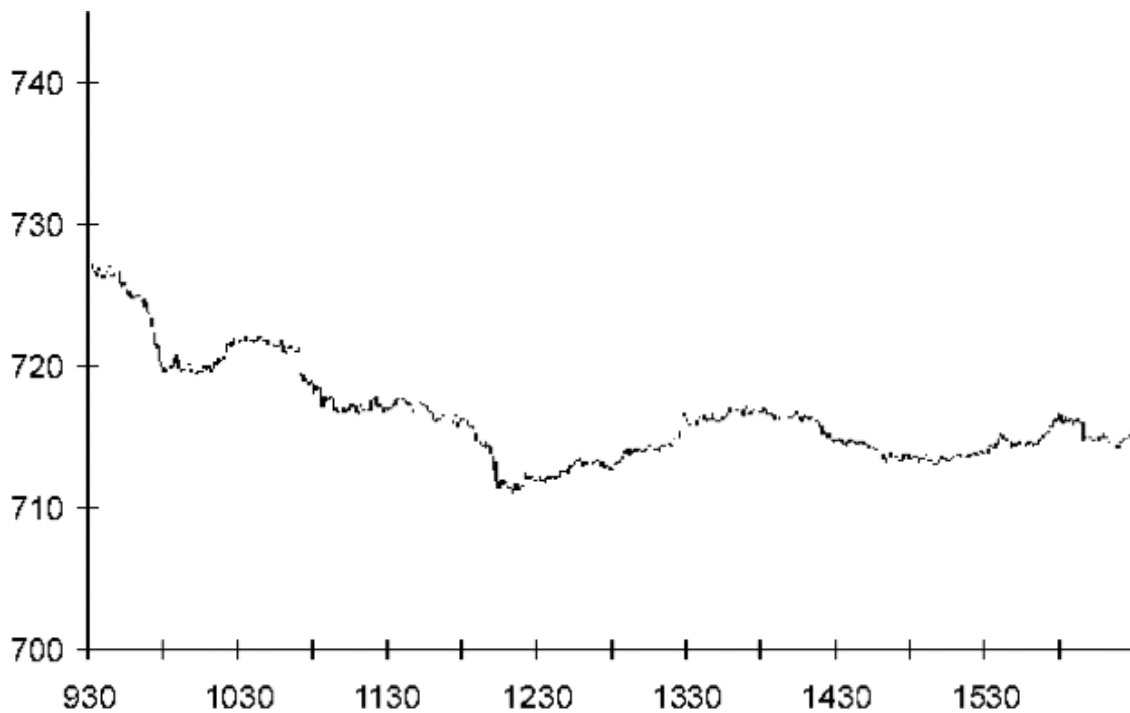
De Amsterdamse praktijk

De theorie biedt geen eensluidend antwoord, dus is het interessant om te bezien hoe circuit breakers in de praktijk werken. Hebben ze inderdaad een rustgevende invloed op de koersen?

Het verloop van de AEX-index op 20 maart 1997 is afgebeeld in [figuur 1](#). Duidelijk zichtbaar is de scherpe koersval rond 16.00 uur. Op die dag werd, aanzienlijk korter na het aanscherpen van de handelsrestricties dan menigeen had verwacht, om ongeveer 16.05 uur de handel op de Amsterdamse optiebeurs helemaal stilgelegd terwijl op de effectenbeurs de computergestuurde handel voor 10 minuten stopte. *Het Financieele Dagblad* meldde de volgende dag dat particulieren de oorzaak vormden: "Paniekverkopen van particulieren op de Amsterdamse beurs leidden gistermiddag tot forse koersdalingen. De stemming was zeer nerveus. Dat was voor veel particulieren aanleiding om winst te nemen. De nervositeit sloeg om in lichte paniek door uitspraken van Alan Greenspan, voorzitter van de Amerikaanse centrale bank. Greenspan hintte nadrukkelijk op een renteverhoging in Amerika begin volgende week. Op dat moment stond de AEX-index al 16 punten lager. Na de uitspraken van Greenspan daalde de AEX-index in 20 minuten tijd maar liefst 18 punten". Op dat moment, er was op die dag sprake van een koersdaling van bijna 5 procent, grepen beursofficials in en stopten de handel.



Maandag 24 maart, vier dagen later en een dag voor de aangekondigde toespraak van Greenspan, vertoonde de beurs wederom een zeer onrustig beeld ([figuur 2](#)). *Het Financieele Dagblad* van dinsdag: "Op het Damrak jojoet de AEX- index nu al dagen op-en-neer", "Institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, zouden zich ondertussen afwachtend opstellen. Pas als de AEX-index onder de 700-puntengrens belandt, komen de beleggingsafdelingen van pensioenfondsen in beweging, menen handelaren."



Figuur 2. Het verloop van de AEX-index op 24 maart 1997 Hoogste en laagste stand per twee minuten
Bron: Dow Jones, Amsterdam.

Waarom brak er donderdag wel paniek uit, zodat de handel moest gestopt en maandag niet? Kennelijk zijn er partijen in de markt met een beleggingsdoelstelling voor de langere termijn, die zich minder laten meeslepen door de waan van alledag. De conclusie lijkt gerechtvaardigd dat donderdag de paniek het heeft gewonnen van de ratio terwijl dat maandag precies andersom was.

Eén product, een markt?

Een bijzonder praktijk-probleem bij het instellen van handelsrestricties treedt op, als een financieel product op twee beurzen genoteerd staat. De sinds de Barings-affaire bekende markt voor termijncontracten op de Japanse Nikkei-index (hierna: Nikkei-futures) vormt hiervoor een ideaal onderzoeksobject: een vrijwel identiek product wordt gelijktijdig verhandeld onder een relatief strikt regime in Osaka en onder een relatief vrij regime in Singapore. Een in Osaka gekocht contract kan niet in Singapore verkocht worden en andersom. Twee handelsrestricties die op de beurs van Osaka wel, maar op de beurs van Singapore niet bestaan zijn de volgende.

Allereerst is er een regel die stelt dat de prijs van de Nikkei- future niet met meer dan 30 yen per 5 minuten mag stijgen of dalen. Dit leidt ertoe dat, wanneer de markt volatiel is, er in Osaka geen handel plaatsvindt, terwijl contracten in Singapore nog gewoon van eigenaar kunnen wisselen. In [figuur 3](#) doet deze situatie zich voor in de ochtendsessie, waar Singapore een doorgetrokken lijn laat zien, terwijl in Osaka slechts sporadisch wordt gehandeld (de dikke punten in de figuur).

