

# Lessen van Nasdaq

De vernieuwing van het handelssysteem van de Amsterdamse effectenbeurs is nog maar nauwelijks doorgevoerd, of er staan alweer nieuwe uitdagingen voor de deur. Er circuleert een plan om in Europa een nieuwe effectenbeurs op te zetten voor jonge, technologie-intensieve bedrijven, vergelijkbaar met de Amerikaanse beurs Nasdaq. De beurs van Nasdaq is na een stormachtige groei van het handelsvolume inmiddels uitgegroeid tot de tweede effectenbeurs van de wereld, na de New York Stock Exchange. Wat kan Amsterdam van dit voorbeeld leren?

Bij zijn ontstaan onderscheidde Nasdaq zich op twee manieren van andere beurzen. Ten eerste door het handelssysteem. Op Nasdaq onderhouden z.g. 'market makers' de markt door voortdurend bied- en laatkoersen aan te bieden. Met name bij fondsen waarin weinig wordt gehandeld zorgt dit voor een verbetering van de liquiditeit van de markt, de market makers zijn immers altijd als tegenpartij aanwezig. Daar staat tegenover dat market makers soms een relatief grote 'spread' tussen aan- en verkooprijzen aanhouden, omdat zij als partij in de markt risico lopen over de waarde van hun bezit of verplichtingen. Dit vermindert uiteraard de verhandelbaarheid van aandelen. Market makers hebben voorts het privilege dat zij de omvang van hun transacties pas laat bekend hoeven te maken. Hierdoor wordt hun positie beschermd. Om een illiquide markt liquide te maken is er dus sprake van een ruil van imperfecties. Market makers nemen risico's, die zich vertalen in een verschil tussen bied- en laatprijzen. Bovendien moet er een concessie worden gedaan aan de doorzichtigheid van de markt. De populariteit van Nasdaq bewijst echter dat het creëren van een betere verhandelbaarheid van aandelen een gat in de markt was.

Nasdaq onderscheidt zich in de tweede plaats van andere beurzen doordat het zich richt op een bepaalde doelgroep van fondsen. Nasdaq genoot grote aantrekkingskracht op jonge, snel groeiende high tech ondernemingen. Voor deze ondernemingen, met een grote kapitaalbehoefte, leende een handelssysteem gericht op verbetering van de liquiditeit zich goed. De betere verhandelbaarheid van de aandelen bevordert immers de bereidheid van investeerders om een belang in de betreffende ondernemingen te nemen. Het handelssysteem van Nasdaq heeft aldus een segmentering van de aandelenmarkt teweeggebracht. Deze segmentering kan op zijn beurt weer een handelsbevorderend effect hebben. Door ondernemingen met een gemeenschappelijke noemer (klein, high tech, kapitaalintensief) bij elkaar te brengen worden vraag en aanbod die voorheen versnipperd waren over meerdere beurzen, op één plaats geconcentreerd, hetgeen de handel bevordert.

De Amsterdamse beurs heeft een scheiding gemaakt tussen kleine en grote transacties. Voor de grote transacties wordt gebruik gemaakt van een geautomatiseerd limietenboek waarin koop- en verkooplimieten elkaar kunnen kruisen. Niet een daar-

toe aangestelde market maker, maar de vragers en aanbieders maken in dit geval de markt. Daarnaast is er voor grote transacties een systeem waar kan worden geadverteerd met bied- en laatprijzen, zoals bij Nasdaq. Afhankelijk van de prijs en de snelheid (of het geduld) waarmee men wil handelen kan men dus kiezen voor het meest passende systeem. De opsplitsing van de markt in grote en kleine transacties houdt echter het gevaar in dat vooral in het segment van de kleine transacties de liquiditeit van de markt afneemt. Daarom heeft de beurs voor de kleine transacties, die overigens ook via een limietenboek lopen, per fonds een market maker geïntroduceerd, die het limietenboek bijhoudt en zelf ook bied- en laatprijzen kan afgeven. Echter, de introductie van een market maker maakt het limietenboek minder effectief. De market maker is de beter geïnformeerde partij die na het lezen van de limietorders zijn eigen quotes mag afgeven. Dit kan tot gevolg hebben, dat marktpartijen de kat uit de boom gaan kijken door minder scherpe limietorders af te geven, om vervolgens te wachten op de reactie van de market maker. Aangezien de market maker geen concurrenten heeft, in tegenstelling tot Nasdaq, wordt de markt geconfronteerd met een veilige en dus hoge 'bid ask'-spread.

Maar zelfs als Amsterdam het perfecte handelssysteem gevonden heeft, dan nog is het de vraag of de marktpositie van de beurs daarmee veilig is gesteld. Thans is het nog zo dat veel aan de beurs genoteerde fondsen een sterke nationale binding hebben. De succesvolle introductie van KPN is mede te danken aan de grote lokale bekendheid. Nasdaq laat echter zien dat de marktwerking ook kan worden bevorderd als er een cluster van ondernemingen bij elkaar wordt gebracht. Naarmate markten meer en meer mondialiseren, wordt het voor de beleggingsanalyse minder zinvol om nog naar de lokale markt te kijken, en neemt het belang van een internationale, sectorgewijze benadering toe. Bovendien wordt dan ook de vraag naar deze fondsen veel internationaler. In eerste instantie leidt dit tot notering van fondsen aan meerdere beurzen. Maar dit kan een tussenstap zijn naar meer sectorgeoriënteerde financiële markten. Welke rol blijft er dan voor Amsterdam over? Dat hangt ervan af welk comparatief voordeel Nederland kan uitbuiten. Wordt Amsterdam de beurs voor bijvoorbeeld de Europese transportsector?

De discussie over beurzen gaat vaak over de keuze van het handelssysteem. De positie van een markt wordt echter door meer ontwikkelingen bepaald. Het idee van een Europese Nasdaq laat zien dat een combinatie van een regionale en een clusterwijze aanpak een niche in de markt kan zijn. Voor een kleine beurs als Amsterdam is een verkenning van de mogelijkheden op dit terrein wellicht zinvoller om de marktpositie veilig te stellen, dan zich uitsluitend te concentreren op de keuze van het handelssysteem.

**T.P. van Walderveen**