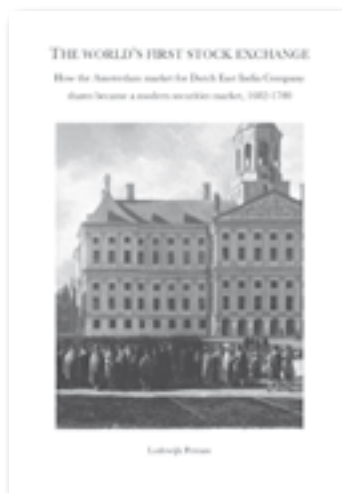


In zeventiende-eeuws Amsterdam werd voor het eerst in de wereld-geschiedenis op grote schaal in aandelen gehandeld. Het ging hierbij om aandelen in de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC). De aandelenmarkt kan vanaf 1650 modern genoemd worden omdat zij toen de functies vervulde die effectenmarkten vandaag de dag vervullen: de markt was zeer liquide en er vond een continu proces van prijsvorming plaats. Als gevolg hiervan hoefden handelaren weinig moeite te doen als zij een aandeel wilden kopen of verkopen, en konden zij dit altijd tegen de marktprijs doen. Daarnaast zorgden de vele transacties ervoor dat de marktprijs veel van de onder de handelaars aanwezige informatie bevatte. Doordat de markt deze belangrijke functies vervulde, was het voor handelaren mogelijk om tegen zeer lage kosten te handelen. Handelaren konden snel en goedkoop hun portofolio aanpassen, wat hen in staat stelde om ook de mate waarin zij blootgesteld waren aan financiële risico's aan te passen. De belangrijkste voorwaarde voor de ontwikkeling van de Amsterdamse aandelenmarkt was de lange bestaansduur van de VOC. Anders dan bij eerdere op aandelen gefinancierde ondernemingen, die zonder uitzondering binnen een aantal jaar weer geliquideerd werden, kreeg de VOC in 1602 een octrooi voor de duur van 21 jaar. In 1623 werd de VOC echter niet opgeheven, maar werd een nieuw octrooi verleend. Dit gebeurde nog enkele keren en uiteindelijk heeft de compagnie zonder onderbreking tot 1798 bestaan. Dit verklaart waarom de aandeelhouders van de VOC hun aandelen op de secundaire markt gingen verhandelen: er zijn slechts weinig investeerders die hun geld voor bijna twee eeuwen vast willen hebben staan. Maar voor de ontwikkeling tot een moderne effectenmarkt was dit niet voldoende; om de bovengenoemde functies te vervullen, was het noodzakelijk dat er heel veel transacties plaatsvonden. Dit was rond 1650 het geval. Uit onderzoek in gerechtelijke dossiers blijkt dat dit mogelijk werd doordat er in de voorgaande decennia een stevig juridisch kader voor de aandelenmarkt was ontwikkeld. Hierdoor was er sprake van een hoog niveau van rechtszekerheid: handelaren wisten precies hoe de rechtbanken oordeelden over verschillende kwesties die zich voor konden doen bij aandelentransacties. De rechtszekerheid verlaagde de drempel om deel te nemen aan de handel en nieuwe groepen handelaren verschenen op de markt. Zo kan de participatie van Portugese joden in de aandelenhandel vanaf de jaren 1640 deels op de rechtszekerheid teruggevoerd worden. De nieuwe toetreders tot de markt maakten de gemeenschap van



Petram, L. (2010) *The world's first stock exchange. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700*. Proefschrift. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam.

handelaren meer divers. Zo hadden veel van de Portugese joden een hoog risicoprofiel en probeerden zij vooral kortetermijnkoerswinst te behalen. De handelaren van het eerste uur daarentegen investeerden veelal voor de zeer lange termijn. De variatie in risicoprofielen binnen de populatie van handelaren bood mogelijkheden om risico's op andere handelaren over te dragen. Dit gebeurde voornamelijk met derivaten – forwards, opties en repo's – en de derivatenmarkt maakte rond deze periode dan ook een enorme groei door.

VOC-aandelen kenden geen vaste denominatie, maar aandelen met een nominale waarde van 3000 gulden werden verreweg het meest verhandeld. Deze standaardaandelen kostten vanaf de jaren 1640 meer dan 12.000 gulden. Dit was in de zeventiende eeuw een onvoorstelbaar groot bedrag. Handelaren

konden door een repo te gebruiken de dure aandelen door rijke kredietverleners laten voorschieten, maar makkelijker, en daarmee ook goedkoper, was het om in niet-bestaande aandelen te handelen: *naked short selling*. Doordat de overheid deze handel al in 1610 verboden had, bracht dit echter een aanmerkelijk extra risico met zich mee: de kopende partij kon de rechtbank verzoeken de transactie ongeldig te verklaren. Alleen met een systeem van zelfregulering kon naleving van deze contracten afgedwongen worden. Een dergelijk systeem werd in de tweede helft van de zeventiende eeuw van kracht en werkte als volgt: de verboden handel vond grotendeels plaats tijdens bijeenkomsten van aandelenhandelaren in een herberg in de Kalverstraat, waar uitsluitend handelaren met een goede reputatie werden toegelaten. Groepsdruk en (dreiging tot) uitsluiting zorgden ervoor dat de handelaren hun contracten nakwamen. Door deze ontwikkeling kreeg de aandelenhandel in toenemende mate een besloten karakter, en daarmee begon de organisatie van de markt kenmerken van moderne aandelenbeurzen aan te nemen, waar uitsluitend geaccrediteerde partijen tot het handelsplatform toegelaten werden. Ondanks haar succes heeft de markt een verwaarloosbaar effect gehad op de economische bloei van de Republiek. Maar toch moet haar belang niet onderschat worden. De marktstructuur die in Amsterdam ontwikkeld was, raakte snel verspreid over de wereld en heeft het voor talloze ondernemingen gemakkelijker gemaakt om kapitaal aan te trekken.

LODEWIJK PETRAM
Financieel historicus te Amsterdam