

# Recepten voor de Amsterdamse Effectenbeurs

H. Berkman\*

**H**et forse verlies van marktaandeel van de Amsterdamse effectenbeurs wordt toegeschreven aan het feit dat buitenlandse intermediairs (vooral in Londen) mede dank zij hun handelssystemen flexibeler, goedkoper en actiever zijn. McKinsey stelt voor het Amsterdamse handelssysteem te wijzigen, zodat beter kan worden voldaan aan de uiteenlopende wensen van marktparticipanten. Sommige aanbevelingen schieten echter hun doel voorbij.

Technologische veranderingen, een toenemend belang van institutionele beleggers en deregulering hebben geleid tot een ongekeerde concurrentie tussen verschillende financiële markten. De technologische veranderingen maakten het mogelijk handelssystemen te ontwerpen met aanzienlijk lagere kosten voor de marktparticipanten. Een sterk toegenomen kostenbewustzijn van met name de institutionele beleggers leidde tot een verdere druk om nieuwe en efficiënte handelssystemen te introduceren. Door deregulering ten slotte werd internationale concurrentie tussen markten mogelijk.

Recent verschenen rapporten constateren dat in dit internationale krachtenveld de Amsterdamse Effectenbeurs (AEB) terrein verliest<sup>1</sup>. De groei van de AEB blijft sterk achter bij die van andere Europese beurzen (zie figuur 1).

Bij beschouwing van het marktaandeel van de AEB in de handel in Nederlandse effecten ontstaat een nog dramatischer beeld: in de laatste drie jaar daalde het marktaandeel in aandelen van circa 80% naar circa 60%, bij obligaties daalde het marktaandeel in de laatste zes jaar van 78% naar 32%. Het marktaandeel ging zowel bij de aandelen als bij de obligaties bijna volledig verloren aan de London Stock Exchange.

Naar aanleiding van bovengenoemde ontwikkelingen heeft de AEB McKinsey gevraagd om een onderzoek dat zou aangeven hoe de Effectenbeurs concurrerender kan worden in deze veranderde omgeving. In dit recent verschenen onderzoek wordt het forse verlies van marktaandeel toegeschreven aan de sterk toegenomen concurrentie van buitenlandse intermediairs. Zij zijn goedkoper, actiever, en bieden naast Nederlandse effecten

ook buitenlandse effecten aan. Hiermee verbonden is de constatering dat Nederlandse intermediairs (banken en commissio-nairs) niet optimaal kunnen concurreren met buitenlandse intermediairs, omdat de effecten-

beurs geen optimaal handelssysteem aanbiedt dat is toegesneden op de per segment verschillende wensen van marktparticipanten.

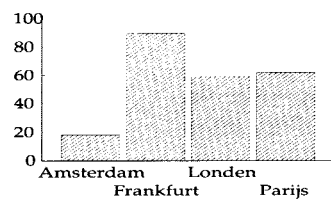
Dit artikel concentreert zich op de door McKinsey voorgestelde veranderingen in het handelssysteem:

- voor grote transacties (bloktransacties) wordt voorgesteld om de markt flexibeler te maken door directe handel tussen intermediairs toe te staan en de prijskoppeling tussen bloktransacties en kleinere transacties los te laten. Tevens wordt voorgesteld bloktransacties pas de volgende dag te rapporteren;
- voor kleine en middelgrote transacties wordt voorgesteld om een open orderboek te introduceren. Een drietal keuzes dienaangaande wordt genoemd: automatisering van het orderboek, het toestaan van afhandeling in eigen beheer (in-house matching), en de toegang van niet-leden tot het open orderboek;
- voor de minder actieve effecten wordt ook een open orderboek voorgesteld, maar nu in combinatie met de eis dat orders verzameld worden totdat voldoende volume voor een goede prijsvorming aanwezig is.

Dit artikel toetst bovenstaande aanbevelingen aan de ervaringen die in het buitenland zijn opgedaan met de introductie van nieuwe markt vormen. Meer in het bijzonder gaan wij in op de segmentering van markten en de introductie van een open orderboek. Eerst wordt de problematiek inzichtelijk gemaakt door de verschillende markt vormen te classificeren en te beschrijven.

\* De auteur is werkzaam bij de vakgroep Financiering en Belegging van de Erasmus Universiteit Rotterdam  
1. McKinsey, *Samen op koers*, 1992; TRN Groep, *Naar een versterking van de Amsterdamse Effectenbeurs*, 1992; Vereniging van Hoeklieden, *Geoliede bandel*, 1992; *Advies Commissie aandelenhandel betreffende het functioneren van de aandelenmarkt*, 1991.

**Figuur 1.**  
**Groei van de aandelenomzet 1988-1991, in procenten**



## Marktvormen: een classificatie

Effectenmarkten kunnen worden onderscheiden in continue en discontinue markten. In een discontinue markt (call-markt) worden de orders verzameld en periodiek worden de kruisende orders in een multilaterale transactie uitgevoerd tegen één prijs. In een continue markt vindt een transactie plaats zodra een kooporder en een verkooporder elkaar kruisen. Het is in een dergelijke markt mogelijk gedurende de openingstijd van de beurs continu te handelen. Alle belangrijke effectenbeurzen ter wereld hebben tegenwoordig een continue markt<sup>2</sup>.

Continue markten kunnen verder worden onderscheiden in dealermarkten, veilingmarkten (auction market), en een combinatie van beide: de dealer-veilingmarkt<sup>3</sup>. Het onderscheid tussen deze marktvormen wordt bepaald door de vraag wie optreedt als verschaffer van liquiditeit. Anders gezegd: wie neemt de andere kant van een transactie in als een initiator van een transactie snel wenst te handelen? De bekendste aanbieder van liquiditeit is de market maker/dealer. Een market maker geeft bied- en laatkoersen af. Hij geeft daarmee aan bereid te zijn om te kopen tegen zijn biedkoersen en te verkopen tegen zijn laatkoersen. Bekende dealermarkten zijn het SEAQ-systeem in London en het NASDAQ-systeem in de Verenigde Staten<sup>4</sup>. In deze markten adverteren verschillende concurrerende market makers hun bied- en laatkoersen en bijbehorende volumina op een scherm. Beleggers handelen in principe tegen de beste koersen die in de markt beschikbaar zijn en dienen telefonisch hun orders op te geven. Figuur 2 geeft een gestyleerd beeld van een dealermarkt.

De veilingmarkt kenmerkt zich doordat de rol van de market maker is overgenomen door limietorders. Een limietorder is afkomstig van een publieke belegger en stelt een limiet aan de prijs waartegen de order kan worden uitgevoerd. In een veilingmarkt worden limietorders verzameld in een zogenaamd limietorderboek (LOB). Voor zover koop- en verkooplimietorders elkaar kruisen, worden ze uitgevoerd. De niet-uitgevoerde limietorders blijven staan. Er ontstaat een verzameling onuitgevoerde verkooplimietorders aan de laatkant van het boek, en een verzameling onuitgevoerde kooplimietorders aan de biedkant van het boek (zie figuur 3). Vragers naar liquiditeit, ofte wel beleggers die marktorders opgeven, handelen tegen de laagste verkooplimietorder of tegen de hoogste kooplimietorder. De veilingmarkt wordt gebruikt op onder andere de beurzen van Tokio, Parijs en Toronto.

Al deze markten kenmerken zich door een hoge mate van automatisering en bieden beleggers de mogelijkheid om direct met elkaar te handelen. De dealer-veilingmarkt is in feite een combinatie van beide hiervoor besproken markten. In een dealer-veilingmarkt zijn er officiële market makers die liquiditeit verschaffen terwijl ook het publiek liquiditeit kan verschaffen door limietorders op te geven. Onder het publiek wordt daarbij verstaan iedere marktparticipant die geen market maker is (particuliere en institutionele beleggers). In een dealer-veilingmarkt concurreren market makers en publieke limietorders dus met elkaar als verschaffer van liquiditeit. Beide kunnen de beste bied- of laatkoersen afgeven (zie figuur 4). Voorbeelden zijn de New York

$mm_1$	$mm_2$	$mm_3$	$mm_n$	
$A_1$	$A_2$	$A_3$	$A_n$	$A_n$
-	-	-	-	-
$B_1$	$B_2$	$B_3$	$B_n$	$B_1$

$mm_i$  = Market maker  $i$   
 $A_i$  = De laatkoersen van market maker  $i$   
 $B_i$  = De biedkoersen van market maker  $i$

**Figuur 2.**  
**Dealermarkt**  
**(b.v. SEAQ en NASDAQ)**

	A	
Verkooplimietorders	-	
	-	
	-	
	-	
Kooplimietorders	-	
	-	
	-	
	B	

- Geen officiële market maker
- Liquiditeit verschaffen door limietorders

**Figuur 3.**  
**Veilingmarkt**  
**(b.v. Tokio en Parijs)**

$mm_1$	$mm_2$	$mm_n$	LOB
$A_1$	$A_2$	$A_n$	-
-	-	-	-
$B_1$	$B_2$	$B_n$	-

- Market makers en publiek verschaffen liquiditeit
- LOB = Limiet-orderboek

**Figuur 4.**  
**Dealer-veilingmarkt**  
**(b.v. NYSE, AMEX, CBOE en AEB)**

Stock Exchange (NYSE), de American Stock Exchange (AMEX), de Chicago Board Options Exchange (CBOE), en de European Options Exchange (EOE)<sup>5</sup>. De huidige marktstructuur van de AEB komt het meest overeen met de dealer-veilingmarkt. Op de AEB heeft het publiek de mogelijkheid liquiditeit te verschaffen en tevens zijn per fonds minstens twee hoekmannen actief die als market maker kunnen optreden. Een hoekman is echter niet verplicht om de 'markt te maken'. Ook geldt dat het orderboek op de AEB gesloten is, dat wil zeggen dat in principe alleen de hoekman inzicht heeft in het boek (de nog uitstaande limietorders).

2. De meest recente overgang van een discontinue naar een continue markt vond plaats op de beurs van Parijs, waar sinds 1986 geleidelijk een gecomputeriseerd continu systeem is ingevoerd.
3. De dealermarkt en de veilingmarkt worden ook wel aangeduid als 'quote-driven' markt, respectievelijk 'order-driven' markt.
4. De afkortingen SEAQ en NASDAQ staan voor respectievelijk Securities Exchange Automated Quotation en National Association of Securities Dealers Automated Quotations.
5. Zoals wij hierna toelichten, ontwikkelt een aantal belangrijke beurzen zich in de richting van een dealer/veilingmarkt (bij voorbeeld SEAQ, NASDAQ en de Paris Bourse).

In het volgende gaan wij nader in op de segmentering van markten en op het functioneren van het open orderboek. Daarbij zullen wij tevens stilstaan bij de ervaringen die op deze gebieden in het buitenland zijn opgedaan.

### Segmentering van markten

De behoefte om effectenmarkten te splitsen in een markt voor grote orders en een markt voor kleinere orders wordt ingegeven door een tweetal verschillen tussen beide. Het eerste verschil hangt samen met het signaal dat gegeven wordt door het plaatsen van een order. Naarmate een order groter is, zijn marktparticipanten meer geneigd aan te nemen dat er wellicht belangrijke nog onbekende informatie is; het signaal is sterker<sup>6</sup>. Zodra een grote order geplaatst wordt, kan daarom de prijs veranderen ten nadele van degene die de order geplaatst heeft. Een ander verschil met kleine orders is de lage frequentie waarmee grote orders op de markt komen. Een market maker die een groot blok koopt, verwacht niet dat er spoedig een tegengestelde order van die grootte op de markt zal arriveren. Hij zal zich actief moeten opstellen om zijn voorraad (risico) te reduceren. Vanwege bovenstaande verschillen bestaat er bij grote orders meer behoefte aan ruimte om te onderhandelen en subtiele informatie uit te wisselen. Wij zien dit terug bij de ontwikkelingen in het buitenland<sup>7</sup>.

#### Grote orders

De Franse ervaring leert dat hun geautomatiseerde veilingmarkt (CAC) goed functioneert voor kleine transacties, maar niet voor grote transacties. Handlaren bleken niet bereid om grote orders in het anonieme en transparante geautomatiseerde systeem te plaatsen. Veel handel ging daardoor naar Londen<sup>8</sup>. Ten einde dit proces te keren heeft de beurs van Parijs besloten market making toe te staan voor grote orders. Market makers mogen buiten de beurs om (onder-)handelen. Dit wil zeggen dat zij voor eigen rekening grote blokken mogen kopen en verkopen tegen prijzen die verschillen van de vigerende marktprijzen. Daarbij bestaat evenwel de verplichting om de transacties over de markt te leiden, waarbij limietorders met een prijs beter dan de blokprijs moeten worden uitgevoerd op het moment dat het blok in het systeem wordt gebracht. Deze regels zorgen ervoor dat alle marktparticipanten op de hoogte zijn van de bloktransactie, en dat de blokmarkt wordt geïntegreerd met de centrale markt.

Ook op de NYSE bestaat naast de centrale markt een blokmarkt<sup>9</sup>. De in de blokmarkt overeengekomen transacties worden ook hier over de beurs geleid en limietorders met een prijs beter dan de blokprijs moeten worden meegenomen.

In tegenstelling tot de twee voorgaande beurzen, is het in Londen toegestaan om grote transacties pas na 90 minuten te rapporteren. Het argument is dat directe publicatie een prijsreactie veroorzaakt, die het moeilijker (duurder) maakt voor de market maker om zijn positie glad te strijken. Het gevolg van deze regel is dat het instituut dat het blok verhandelt in feite profiteert van de nietsvermoedende overige marktparticipanten. Zij immers handelen tegen andere prijzen dan zij gedaan zouden hebben indien zij van de bloktransactie op de hoogte waren

geweest. Vertraagde rapportage leidt ertoe dat het blok wordt verhandeld tegen de verkeerde prijs en vervolgens door de market maker tegen de verkeerde prijs wordt doorverhandeld. Directe rapportage, zoals op de NYSE, leidt waarschijnlijk tot een situatie waarin, voorafgaand aan de transactie, de market maker geïnteresseerden probeert te mobiliseren. Op deze manier kan hij de andere kant van het blok 'vullen' tegen een eerlijke prijs die onmiddellijk aan de markt kan worden bekendgemaakt.

#### Kleine orders

Uit de ontwikkelingen op SEAQ en NASDAQ blijkt dat ook de pure dealermarkt gebreken vertoont. Het belangrijkste is de relatief hoge kosten voor het uitvoeren van kleine orders<sup>10</sup>. NASDAQ heeft daarom sinds kort een concurrerend limietorderboek voor kleine orders geïntegreerd in de dealermarkt en in Londen zijn er plannen om iets dergelijks te doen. Publieke beleggers worden op deze dealermarkten derhalve in staat gesteld direct (zij het onder voorwaarden) met dealers te concurreren.

#### Evaluatie segmentering

De aanbeveling van McKinsey om de markt te segmenteren is in lijn met de ontwikkelingen op internationale effectenbeurzen. Grote transacties vereisen vanwege hun aparte karakter een flexibel marktmechanisme waar onderhandeling mogelijk is. Voor kleinere transacties wijzen de ontwikkelingen op het gelijk van de transparante, geautomatiseerde veilingmarkt (eventueel aangevuld met concurrerende market makers).

Een ons inziens minder gewenste ontwikkeling is de voorgestelde vertraagde rapportage van grote transacties en het loslaten van de koppeling tussen de markt voor kleine orders en grote orders. Zoals wij hebben betoogd leidt vertraagde rapportage tot een impliciete subsidiëring van degene die de transactie initieert door de andere marktparticipanten. Tevens gaat vertraagde rapportage ten koste van de kwaliteit van de prijsinformatie die door de markt wordt gegenereerd (price discovery) en tast daarmee een van de hoofdfuncties van een effectenbeurs aan<sup>11</sup>.

6. Zie bij voorbeeld D. Easley en M. O'Hara, Price, trade size and information in securities markets, *Journal of Financial Economics*, 1987.

7. Wij zien dit ook terug in het huidige handelssysteem op de AEB. Er is een apart segment voor grote transacties, het Amsterdams Interprofessioneel Marktsysteem (AIM). Het AIM wordt evenwel als te stringent ervaren ten aanzien van prijsvorming, onderhandelingsruimte en informatievoorziening.

8. M. Pagano en A. Roell, Trading systems in European stock exchanges: current performance and policy options, *Economic Policy*, 1990.

9. De blokmarkt bestaat uit een netwerk van 'trading desks', die met elkaar en met institutionele beleggers communiceren via schermen en de telefoon.

10. M. Pagano en A. Roell, op.cit., 1990.

11. Een probleem bestaat indien het in Londen is toegestaan transacties niet, of vertraagd, te rapporteren en in Amsterdam niet. Dit leidt schijnbaar tot een differentieel voordeel voor de Londense intermediair. Echter de Londense market maker die actief een positie probeert weg te werken zal met dezelfde achterdocht worden gezien (en dat in de prijs terugvinden) als de market maker die van tevoren probeert de transactie rond te krijgen.

## Open orderboek

Een open orderboek voor kleine en middelgrote orders maakt van dit segment van de markt een transparante veilingmarkt<sup>12</sup>. Op grond van de ontwikkelingen op buitenlandse beurzen kwamen wij hierboven tot de conclusie dat dit een goede marktform is voor dergelijke orders. Bij de introductie van het open orderboek zijn verschillende keuzes aan de orde. Wij gaan nader in op automatisering van het orderboek en het toestaan van afwikkeling van orders in eigen beheer (in-house matching).

### Automatisering orderboek

Wat betreft automatisering van het open orderboek, stelt het rapport dat indien de hoeklieden erin slagen tegen dezelfde kosten een orderboek te onderhouden, dit een minder riskant alternatief vormt. Deze benadering is te beperkt. Ten minste drie argumenten pleiten voor automatisering.

Ten eerste maakt introductie van een computersysteem aansluiting op andere systemen mogelijk. Hierbij kan gedacht worden aan een Europese effectenbeurs, maar ook afgeleide markten hebben direct baat bij een hogere kwaliteit van de prijsinformatie met betrekking tot de onderliggende waarden.

Ten tweede zal in een geautomatiseerd systeem de ordertransmissie sneller verlopen en kunnen voorzieningen worden opgenomen om orders snel terug te nemen. Het belang van deze faciliteiten mag niet worden onderschat. De kwaliteit van een markt hangt ten eerste samen met de bereidheid van marktparticipanten om liquiditeit te verschaffen. Zoals hierboven is beschreven vervullen limiet-orders die rol van verschaffer van liquiditeit. Indien limietorders niet snel genoeg kunnen worden weggenomen en/of aangepast als daartoe aanleiding bestaat, zal het publiek minder bereid zijn om als verschaffer van liquiditeit op te treden<sup>13</sup>. Dit gaat ten koste gaat van de kwaliteit van de markt<sup>14</sup>.

Een derde argument voor automatisering is dat de flexibiliteit toeneemt om in de toekomst het aanbod uit te breiden wat betreft markt vormen, ordertypes en handelsuren. Gegeven de snelheid waarmee veranderingen op de financiële markten zich voltrekken, zou het kortzichtig zijn de ogen te sluiten voor nieuwe mogelijkheden om marktparticipanten te bedienen. Cohen en Schwartz bespreken de mogelijkheid om naast een continue markt een aantal malen per dag een discontinue markt (call-markt) te organiseren<sup>15</sup>. De belegger die geen haast heeft, kan op deze manier profiteren van een grotere liquiditeit en lagere transactiekosten; orders van meerdere beleggers worden immers uitgevoerd in één transactie tegen één prijs (er zijn geen bied- of laatkoersen). Een suggestie wat betreft nieuwe ordertypes is de introductie van contingente limietorders. Een contingente limietorder is een order waarvan de limietprijs is gekoppeld aan bijvoorbeeld de marktindex, of de prijs van een ander aandeel. Indien beleggers weten dat hun limietprijs verandert bij een wijziging van de index (en hun order niet wordt uitgevoerd tegen een prijs waarvan zij denken dat die, gegeven de veranderende index, onjuist is), zullen zij meer bereidheid vertonen liquiditeit te verschaffen (zie voetnoot 13)<sup>16</sup>.

### Evaluatie automatisering

De beslissing om het orderboek te automatiseren dient derhalve gebaseerd te zijn op meer dan een vergelijking van alternatieven op basis van operationele kosten. Alleen een geautomatiseerd systeem biedt de mogelijkheid in te spelen op de behoefte van beleggers om op concurrerende wijze liquiditeit te verschaffen en te kiezen in welke markt(-vorm) orders moeten worden uitgevoerd.

### In-house matching

De tweede keuze ten aanzien van het orderboek betreft het toelaten van 'in-house matching'. Dit betekent dat het intermediairs (met name de grootbanken) wordt toegestaan om elkaar kruisende orders niet over de centrale markt te leiden, maar in eigen beheer af te handelen.

De nadelen van afhandeling in eigen beheer hangen samen met de *fragmentatie* van de markt: er ontstaan meerdere markten voor een zelfde fonds. Indien we aannemen dat, omwille van eerlijkheid en economische efficiëntie, tenminste de prijsprioriteit<sup>17</sup> wordt gehandhaafd, dan zijn er drie bezwaren verbonden aan fragmentatie<sup>18</sup>.

---

12. Thans is op de AEB een gesloten orderboek in gebruik dat in handen is van de hoekmannen in een bepaald fonds.

13. Limietorders in hun huidige vorm zijn inflexibel. In tegenstelling tot de bied- en laatprijzen van market makers, verandert de limietprijs niet als de marktomstandigheden zich wijzigen. Indien een belegger een limietorder heeft opgegeven en nieuwe informatie aanleiding geeft tot een grote prijs sprong 'in de richting' van de limietorder, bestaat het gevaar dat de limietorder wordt uitgevoerd tegen een prijs (de limietprijs) die onjuist is gegeven de nieuwe informatie. Voor de overige marktparticipanten kunnen we spreken van 'shooting at a sitting duck'. Ook is er sprake van nadelige gevolgen van de inflexibiliteit van limietorders indien de werkelijke prijs van het waardepapier 'wegloopt' van de limietorder. In dit geval zal een limietorder een relatief minder concurrerende prijs geven dan voorheen. Dit gebeurt niet omdat de limietorderhandelaar niet bereid zou zijn tegen een nieuwe prijs te handelen, maar omdat de marktomstandigheden zijn gewijzigd zonder dat de limietprijs wordt aangepast.

14. Zie H. Berkman, *Trading systems and liquidity on securities markets*, dissertatie, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1992.

15. Zie K. Cohen en R. Schwartz, An electronic call market: its design and desirability, in: H.C. Lucas en R. Schwartz (red.) *The challenge of information technology for the securities markets*, Dow Jones Irwin, Homewood, 1989.

16. De optiebeurs biedt een nog duidelijker toepassingsmogelijkheid voor contingente limietorders. Bij opties kan men denken aan limietorders waarvan de prijs automatisch wordt aangepast op basis van veranderingen in de prijs van de onderliggende waarde, en eventueel andere parameters zoals de rentevoet en de looptijd. Hiermee kan de belegger limietorders opgeven met een prijs die meebeweegt met de 'werkelijke' prijs van de optie. De belegger is daardoor beter in staat als verschaffer van liquiditeit op te treden. Voor verdere motivatie en uitwerking zie: H. Berkman, op.cit., 1992.

17. Prijsprioriteit betekent dat de best geprijsde orders, de hoogste biedkoers en de laagste laatkoers, het eerst worden verhandeld.

18. De hierna te bespreken bezwaren gelden ook voor de fragmentatie die ontstaat door de handel op buitenlandse markten en (in mindere mate) door de splitsing in een markt voor grote orders en kleine orders.

Ten eerste leidt fragmentatie tot het opgeven van tijdsrioriteit. Doordat orders in een gefragmenteerde markt niet meer centraal worden verzameld en geadministreerd, is voor orders met een zelfde prijs niet langer gegarandeerd dat de order die het eerst is opgegeven, het eerst wordt uitgevoerd. Harris benadrukt dat tijdsrioriteit beleggers de prikkel verschaft orders eerder naar de markt te brengen. Tevens hebben beleggers de prikkel om betere prijzen af te geven indien concurrentie via tijdsrioriteit naar hun idee niet effectief genoeg is. In een dergelijk geval stellen zij zich tevreden met een iets slechtere prijs in ruil voor een verhoogde kans op uitvoering van de order. Bovenstaande prikkels leiden tot een toename van de liquiditeit van de markt<sup>19</sup>.

Het tweede bezwaar van fragmentatie is de aantasting van de informatiewaarde van de orderstroom. Fragmentatie van de informatie met betrekking tot de orderstroom maakt het moeilijker voor beleggers de werkelijke prijs van het waardepapier te bepalen en hun eigen orders daarop af te stemmen. Zoals wij reeds stelden is het verbeteren van de kwaliteit van de prijsinformatie één van de primaire taken van een effectenbeurs.

Het derde nadeel van fragmentatie hangt samen met het feit dat een aantal kostbare taken die door de centrale beurs worden verricht, het karakter heeft van een collectief goed. Wij kunnen hierbij denken aan het verschaffen van prijsinformatie, toezicht op de handel en het toezien op de informatievoorziening voor beleggers. In een gefragmenteerde markt bestaat het gevaar dat de buitenlandse handel profiteert van deze diensten zonder daarvoor te betalen. Dit zal leiden tot een voor ieder ongewenste afname van de kwaliteit van de diensten die door de beurs verleend worden.

Na deze bespreking van de nadelen gaan wij in op de voordelen van het afwikkelen van orders in eigen beheer. Het eerste voordeel ten opzichte van de huidige situatie is een kostenverlaging voor de intermediairs, omdat er geen verplichting meer is de orders via de (dure) hoekman te leiden. Gegeven de huidige situatie op de AEB is dit argument valide. Echter in een geautomatiseerde, transparante veilingmarkt bestaat er geen verplichting om van de hoekman gebruik te maken. In een dergelijke markt zal het gebruiken van de centrale markt (zonder hoekman) voor de intermediair goedkoper zijn dan het zelf ontwikkelen van de benodigde infrastructuur. Wij wijzen er ook op dat in een veilingmarkt de intermediairs zonder enige beperking als market makers kunnen (en zouden moeten) participeren door limietorders in te leggen in het limietorderboek.

Het andere voordeel van fragmentatie is de toename van de concurrentie voor de centrale markt. Doordat kruisende orders in eigen beheer worden afgehandeld, ontstaan naast de centrale markt nieuwe, door intermediairs onderhouden markten. In het geval van de AEB is dit voordeel beperkt vanwege de bestaande concurrentie door buitenlandse effectenmarkten en afgeleide markten. Het bewijs voor deze stelling wordt onder andere geleverd door de huidige druk op de AEB om veranderingen door te voeren.

#### *Evaluatie in-house matching*

De argumenten tegen het afwikkelen van orders in eigen beheer wegen derhalve zwaarder dan de argu-

menten om dit toe te staan. Een verbod leidt niet per se tot een differentieel nadeel voor de Nederlandse intermediair ten opzichte van de Londense professionele noten. De Nederlandse intermediair zal profiteren van de liquiditeit die geboden wordt in een goed functionerende centrale markt. Het is te verwachten en te hopen dat ook buitenlandse intermediairs dit voordeel zullen onderkennen en van de mogelijkheden van de centrale markt gebruik zullen maken.

#### **Conclusies**

De aanbeveling van McKinsey om de markt te segmenteren is in overeenstemming met de ontwikkelingen op internationale effectenbeurzen. Grote transacties vereisen vanwege hun aparte karakter een flexibel marktmechanisme waar onderhandeling mogelijk is. Voor kleinere transacties wijzen de ontwikkelingen op het gelijk van de transparante, geautomatiseerde veilingmarkt.

De voorgestelde vertraagde rapportage van grote transacties en het loslaten van de koppeling tussen de markt voor kleine orders en grote orders is ons inziens minder gewenst. Vertraagde rapportage leidt tot subsidiëring van degene die de transactie initieert door andere marktparticipanten. Tevens gaat vertraagde rapportage ten koste van de kwaliteit van de prijsinformatie die door de markt gegenereerd wordt. Directe rapportage en het over de markt leiden van grote transacties ten einde eventueel beter geprijsde orders in de transactie te laten participeren, zijn geen belemmering om de blokkmarkt te verlossen van bestaande stringente voorwaarden. Ook zijn bovenstaande regels geen belemmering voor Nederlandse intermediairs om zich meer te profileren als internationaal concurrerende spelers (onder andere door het actief uitbrengen van bied- en laatprijzen op internationale advertentieschermen).

De keuze het open orderboek al dan niet te automatiseren dient ons inziens gebaseerd te zijn op meer dan alleen een vergelijking van alternatieven op basis van operationele kosten. Alleen een geautomatiseerd systeem biedt de mogelijkheid in te spelen op de (toekomstige) behoefte van beleggers om op concurrerende wijze liquiditeit te verschaffen en te kiezen in welke markt (-vorm) orders moeten worden uitgevoerd.

Ten slotte is in het artikel een aantal zwaarwegende bezwaren tegen 'in house matching' naar voren gebracht. Verwacht mag worden dat een transparante, geautomatiseerde centrale markt voor binnen- en buitenlandse intermediairs en beleggers meer liquiditeit en betere informatie biedt dan het alternatief van een gefragmenteerde markt. Ten einde tot deze ideale situatie te komen is ons inziens in eerste instantie een verbod op het afwikkelen in eigen beheer noodzakelijk.

#### **H. Berkman**

19. Zie voor een uitgebreide bespreking L. Harris, *Liquidity, trading rules, and electronic trading systems*, Monograph Series in Finance and Economics, New York University, 1990.