



Waarom beurzen fuseren

Auteur(s):

Ruitenbeek, M.A.B.

Stichting Toezicht Effectenverkeer, afdeling Beleid. De auteur dankt P. Arlman van de Federation of European Stock Exchanges en diverse collega's voor hun commentaar op eerdere versies van dit artikel.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4267, pagina 639, 25 augustus 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

fusies

Niet alleen ter beurze genoteerde ondernemingen fuseren. De effectenbeurzen zelf presenteren een stortvloed aan ambitieuze plannen. Wat verklaart deze concentratietendens?

Het spel van concurrentie én convergentie speelt al jaren in de snelle wereld van de effectenbeurzen. In dit artikel worden verklaringen voor deze convergentie gezocht in het specifieke karakter van beurzen. Eerst worden enkele actuele en oude samenwerkingsplannen van de beurzen aangestipt. Vervolgens komt de kernfunctie van beurzen aan de orde. Daarna wordt ingegaan op algemene motieven voor fusies. Met deze gegevens kan de vraag naar een verklaring voor beurzenfusies worden beantwoord. Tot slot enkele notities over het toezicht op beurzen.

Recente samenwerkingsplannen

Ter inleiding een kleine greep uit recente plannen. Een van de actuele Europese spraakmakers is iX (International Exchanges), het samenwerkingsplan van Deutsche Börse en London Stock Exchange. iX is ook in gesprek met Nasdaq¹. Euronext is de voorziene fusie van AEX, ParisBourse en Brussels Exchanges. Er is zijn ook plannen voor een mondiale effectenbeurs: Global Equity Market². De gesprekspartners zijn de partijen van Euronext, de New York Stock Exchange, Tokyo, Hongkong, Australië, Toronto, Mexico, en Sao Paulo. De Londense elektronische beurs Tradepoint wil samen met SWX Swiss Exchange via virt-x pan-Europese topaandelen gaan verhandelen³. Meer allianties dan beurzen, kopt *Het Financieele Dagblad* dan ook terecht⁴.

Oude samenwerkingsplannen

Er ligt een lange weg van pogingen tot samenwerking achter ons. Als illustratie volgt een korte selectie van enkele Europese initiatieven.

De Amsterdamse effectenbeurs meldt in het jaarverslag over 1983 dat wordt gewerkt aan IDIS, het Interbourse Data Information System. IDIS zou een netwerk voor beursinformatie tussen de belangrijkste Europese effectenbeurzen moeten worden. IDIS mislukte volgens Lee mede omdat destijds continue computerhandel nog niet beschikbaar was⁵. Het AEX-jaarverslag over 1989 kondigt het PIPE-project aan. De EG-effectenbeurzen wilden een onderneming oprichten die 'real time' marktinformatie en berichtgeving van fondsen zou verspreiden aan grootverbruikers. In 1990 komt de Europese beurzenfederatie Federation of European Stock Exchanges (FESE) met het plan voor Euroquote S.A. Dit bedrijf zou een gemeenschappelijke infrastructuur moeten creëren voor betrouwbare, efficiënte en gestandaardiseerde internationale informatielevering. De samenwerking van de EG-effectenbeurzen in Euroquote werd in 1991 beëindigd door het afhaken van Londen en Frankfurt. Volgens het jaarverslag van de Amsterdamse Effectenbeurs over 1991 was de tijd nog niet rijp voor concrete samenwerking. Ondanks deze deceptie meldt hetzelfde jaarverslag dat in het kader van de FESE naar meer samenwerking en afstemming tussen beurzen wordt gestreefd. Het FESE-project Eurolist, een initiatief van de Parijse beurs, zou de grootste Europese aandelenfondsen op in beginsel alle Europese beurzen een officiële notering moeten verschaffen. Het project heeft een lange weg afgelegd, maar is toch weer afgeblazen.

Het Financieele Dagblad constateert dat de beurzen al meer dan tien jaar met wisselende intensiteit praten over Europese samenwerking. Maar dit heeft "altijd dezelfde uitkomst: geen vooruitgang"⁶.

Op kleinere schaal kwamen samenwerkingsverbanden overigens wel van de grond. Aandelen- en optiebeurzen gingen binnen landsgrenzen samen. Regionaal was er consolidatie te zien. Enkele voorbeelden zijn de fusie tussen de optiebeurs en de aandelenbeurs in Amsterdam tot AEX NV per 1 januari 1997. Regionale aandelenbeurzen in Duitsland werken samen in Deutsche Börse, maar behielden hun eigen zelfstandigheid. Vervolgens gingen de Deutsche Terminbörse en Soffex samen in Eurex, de eerste geslaagde Europese fusie over landsgrenzen heen. In Italië werden regionale beurzen aan elkaar gekoppeld. Stockholm en Kopenhagen werken samen in Norex. Verder heeft AEX met de Benelux-beurzen afspraken op het gebied van onderling lidmaatschap van elkaars toegelaten instellingen ('cross membership'), koppeling van handelssystemen ('cross access') en bundeling van koersinformatie ('common data feed').

Specifiek karakter

Beurzen hebben een specifiek karakter. Een beurs is een markt die aan regels is onderworpen en die bestemd is voor het bijeenbrengen

van vraag en aanbod van effecten ⁷. Om een verklaring te vinden voor het fusiegedrag van beurzen is het van belang de kernfuncties van een effectenbeurs te bezien.

Toelaten tot de notering

De beurs selecteert de effecten die op het systeem worden vermeld of verhandeld. Regels waarborgen de openheid van de markt en kwaliteit van de toegelaten fondsen. Bij de toelating worden procedures gehanteerd die ervoor zorgdragen dat alleen die fondsen worden toegelaten waarvan redelijkerwijs is te voorzien dat er een ordelijke en regelmatige handel mogelijk zal zijn.

Liquiditeit en transparantie

Een handelssysteem mobiliseert liquiditeit ten behoeve van een veelheid van vragers en aanbieders. Het handelssysteem garandeert transparante en ordelijke prijsvorming. Bij de technologische ondersteuning van het handelssysteem zijn snelheid en precisie van groot belang. Een ander punt is de capaciteit van het systeem bij grote omzetten.

Er zijn twee hoofdvormen van het handelssysteem te onderscheiden. De handel kan tot stand komen via een 'quote driven' of een 'order driven' systeem. In een quote driven systeem worden door handelaren, als er stelplicht is, voortdurend prijzen afgegeven ⁸.

Er is dus altijd een prijs en orders worden direct uitgevoerd. In de order driven markt komt een evenwichtsprijs tot stand door aan- en verkooporders van beleggers. In de praktijk zien we vaak combinaties van de bovengenoemde handelssystemen.

Open markt

Dit betekent open toegang voor in beginsel iedere intermediair omdat anders, wegens willekeurige uitsluiting van handelaren, de beste prijs gelet op de aard en de omvang van de transactie, mogelijk niet kan worden bereikt. Open toegang sluit niet uit dat er unilaterale, niet-discriminatoire regels voor toetreding zijn, bijvoorbeeld op het gebied van omzet, winst en kapitaal. Voor zover van toepassing geldt deze openheid op het niveau van verhandelde producten, intermediairs en eindbeleggers.

Clearing en afwikkeling

Clearing en afwikkeling ('settlement') omvat de vergelijking van transactiegegevens van kopers en verkopers, het vaststellen van verplichtingen voor de geld- en de stukkenzijde, eventueel het salderen van de aan- en verkopen per fonds, de overname van het tegenpartijrisico en de levering tegen betaling van de effecten. Er kan ook sprake zijn van een trade-for-tradesysteem, waarbij transacties zonder netting worden afgehandeld.

Motieven voor fusie

Om een verklaring te vinden voor fusies van beurzen wordt eerst een niet uitputtende lijst van algemene fusiemotieven gegeven. Schaalvoordelen leiden ertoe dat de productie per eenheid goedkoper kan plaatsvinden als de totale productie-omvang groter is. Om meer marktmacht te verkrijgen speelt het inkopen van marktaandeel een rol bij fusieplannen. Een ander motief is het verwerven van de kennis van de beoogde fusiepartner. Soms wordt samenwerking gebruikt als overlevingsstrategie. Een financieel motief is het vergroten van de winst per aandeel door de overname van een bedrijf met hogere winstcijfers. Meer psychologisch van aard is het prestigemotief. Het 'ik ook'-effect speelt eveneens mee. Bovendien worden de nog niet gefuseerde partijen relatief steeds kleiner wanneer andere partijen in de sector door fusie groeien.

Fusies van beurzen

Specifiek voor beurzen gelden de volgende redenen om te gaan fuseren.

Poolen liquiditeit

Onder het poolen van liquiditeit wordt verstaan de verbetering van de werking van het handelssysteem. De liquiditeit van een markt is een belangrijk wapen in de concurrentiestrijd van een beurs. Als de markt liquide is, kunnen effecten snel worden verhandeld zonder dat de inleg van een grote order sterk prijsversturend werkt. Liquiditeit is bereikbaar wanneer zoveel mogelijk partijen op één plek met een goed en transparant systeem handelen.

Er kan sprake zijn van institutionele fragmentatie met een groot aantal beurzen. Daarnaast kan er sprake zijn van economische fragmentatie wanneer dezelfde producten (aandelen of derivaten) op verschillende plaatsen tegelijk worden verhandeld. De verkokerde Europese markt kent vrijwel in ieder land een aparte effectenbeurs, zij het dat er al sprake is van bundeling van koersinformatie. De liquiditeit per fonds of per product is Europees geconcentreerd omdat de Europese beurzen vrijwel geheel elektronisch zijn en lidmaatschap op afstand ('remote membership') mogelijk is.

Een handelssysteem is naast een reden om te fuseren ook een moeilijk punt in de onderhandelingen. Wanneer bij een fusie wordt gekozen voor één reeds bestaand handelssysteem moeten de andere fusiepartners hun eigen handelssysteem opgeven. In deze systemen is veel tijd en geld gestoken. Bovendien speelt nationaal prestige mee. Er wordt weleens schertsend opgemerkt dat ieder land zijn eigen beurs en zijn eigen luchtvaartmaatschappij wil.

Tegengaan verkokering

Fragmentatie is eveneens aanwezig in het 'vervolgtraject' van de secundaire markt: Europa laat op het gebied van clearing en afwikkeling

een sterke verkokering zien. Dit is met name in het internationale verkeer kostbaar en omslachtig. Clearing en afwikkeling in Europa is duurder dan in de Verenigde Staten; voor Europa is synergievoordeel mogelijk⁹.

Klantgerichtheid

Beurzen zijn niet altijd gewoon commerciële bedrijven die gericht zijn op winst. De Amsterdamse optie- en effectenbeurs is vanaf begin 1997 van de oude verenigingsvorm overgegaan naar een naamloze vennootschap. Dit proces, demutualisatie, is ook in andere landen zichtbaar. Een commercieel bedrijf moet luisteren naar zijn klanten. De tucht van de markt dwingt tot convergentie. Grote marktpartijen eisen een geïntegreerd handelsnetwerk. Grote en kleine beleggers hebben baat bij één handelsplatform. Het is evident dat een bedrijf voor zijn eerste aandelenemissie (initial public offering, IPO) zal kiezen voor een beurs waar het aandeel door een grote groep beleggers zonder veel moeite kan worden verhandeld. Anderzijds willen degenen die handelen op de beurs een breed assortiment aandelen kunnen verhandelen. Het is uiteraard mogelijk om als (particuliere) belegger zowel op de Nederlandse als op diverse buitenlandse beurzen actief te zijn, maar dit brengt hoge administratieve kosten met zich mee.

Langere handelstijden

Er is een trend zichtbaar naar het verlengen van handelstijden. Het vaakgenoemde concept werelddorp, de 'global village', doet ook in de effectenwereld opgeld. Een kleine beurs met een beperkte omzet kan niet zomaar als een supermarkt de openingstijden verlengen. Dit brengt problemen met zich mee. Met name buiten 'kantooruren' bestaat het gevaar dat de handel niet meer liquide is en dat het inleggen van een order de markt kan verstoren. Bovendien kunnen de zogeheten spreads (verschil tussen bied- en laatprijzen) toenemen als de handel dun is. Wanneer door fusies een grotere markt ontstaat, met meer beleggers, meer orders en meer omzet, heeft de beurs meer kans op liquide handel bij langere openingstijden. Als beurzen in verschillende tijdzones participeren is het denkbaar dat voor topfondsen op natuurlijke wijze een continue liquiditeit beschikbaar komt.

Overlevingsstrategie

Beurzen worden bedreigd door elkaar en door de opkomst van alternatieve handelssystemen, bekend onder de Engelse afkorting ATS. Een alternatief handelssysteem is een moderne variant van de beurs, maar dan, volgens de veelgebruikte Engelse zegswijze, zonder geschiedenis van stenen en specie ('bricks and mortar'). Deze ATS zorgen voor prijsvergelijking, bieden handel aan op verschillende beurzen of zijn zelf een beurs. Een voorbeeld is het Engelse Tradepoint. Het alternatieve handelssysteem Jiway wil in november van start gaan¹⁰. Fusies van beurzen zouden in dezen kunnen worden geïnterpreteerd als overlevingsstrategie¹¹. Maar dan moeten de fusies wel snel tot stand kunnen komen en dat hangt mede af van regelgeving.

Enkele toezichtaspecten

Wanneer beurzen gaan fuseren, heeft dat gevolgen voor beleggers. De toezichthouder dient te waarborgen dat de positie van de beleggers op de markten voldoende beschermd is. De toezichthouder moet bovendien toezien op de efficiëntie van de markt. Bij internationale beurzenfusies speelt het probleem van verschillen in regelgeving tussen de landen. Toezichthouders streven naar zoveel mogelijk convergentie in regelgeving, maar in de praktijk is dit doel nog lang niet bereikt. Fusieplannen van beurzen met een grote impact op de markt dwingen de toezichthouders tot het opstellen van uniforme, duidelijke regels. De stimulans voor verdere coördinatie en afstemming tussen effectentoezichthouders als gevolg van beurzenfusies heeft vermoedelijk een grotere impact dan de totstandkoming van de interne markt.

Conclusie

Anders dan voorheen blijft de concentratietendens niet tot goede voornemens beperkt. Dit is mede te verklaren door het leerproces van de regionale concentraties van de afgelopen jaren. Bovendien is er harde concurrentie van andere systemen en beurzen. Belangrijker is echter de tucht van de markt. Grote marktpartijen, zoals de grootbanken en institutionele beleggers, maar ook particuliere beleggers eisen dat de beurzen in de sterk geïnternationaliseerde economie en effectenmarkt een geïntegreerd internationaal handelsnetwerk opbouwen.

¹ Frankfurt Exchanges agree to merge into single entity, *World securities law report*, Londen, mei 2000, blz.1 en *Deutsche Börse und London Stock Exchange schliessen sich zusammen*, persbericht op <http://www.exchange.de>

² Meer informatie over de plannen voor de Global Equity Market staat op <http://www.aex.nl>. Zie het persbericht 2000.058, *Ten leading equity exchanges announce Global Equity Market partnership talks*, 7 juni 2000.

³ Tradepoint and the SWX Swiss Exchange to create virt-x, an exchange for pan-European bleu chip stocks, persbericht op <http://www.tradepoint.co.uk>, 10 juli 2000.

⁴ E. Wendel, Meer allianties dan beurzen, *Het Financieele Dagblad*, 8 juni 2000.

⁵ R. Lee, *What is an exchange?*, Oxford University Press, Oxford, 1998, blz.68.

⁶ K. Broekhuizen, Gesprekken over Europese beurzenfusie in problemen, *Het Financieele Dagblad*, 5 augustus 1999.

⁷ Artikel 1e Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995).

⁸ Stelplicht is de verplichting om gedurende de gehele beursdag continu een bied- en laatprijs te geven.

- 9** Clearing en settlement bepalen succes van Europese beurzenfusies, *De Financieel Economische Tijd*, 25 maart 2000
- 10** L. van der Leij, Jiway mikt op explosie in particuliere handel over de grens, *Het Financieele Dagblad*, 14 augustus 2000
- 11** K. Broekhuizen, Gesprekken over Europese beurzenfusie in problemen, *Het Financieele Dagblad*, 5 augustus 1999