

Centrale markt

In januari van dit jaar verkocht ABN AMRO zijn 100% belang in het hoekmansbedrijf Brand Parallelmarkt Specialist (BPS) aan het hoekmansbedrijf Van der Moolen. Die verkoop kreeg de nodige aandacht in de financiële pers, niet vanwege de verkoop zelf, maar omdat in ons land in principe een scheiding wordt aangehouden tussen degene die het hoekmansbedrijf uitoefent, dat wil zeggen vraag en aanbod in bepaalde effecten op de beurs bijeenbrengt, en het commissiebedrijf, dus degene die het contact onderhoudt met de belegger. Strikt genomen zou ABN AMRO dus nooit een 100% belang in BPS gehad mogen hebben, althans niet zonder speciale toestemming van het beursbestuur.

Het Nederlandse beursstelsel is van oudsher gebaseerd op de gedachte van de centrale markt: op één plaats, bij de hoekman, komen alle vraag en alle aanbod van een bepaald waardepapier bijeen en op basis van die informatie wordt een prijs bepaald. In zijn meest oorspronkelijke vorm werd daadwerkelijk een soort vraagcurve en een soort aanbodcurve opgesteld aan de hand van de (limiet-)orders die bij de hoekman waren opgegeven. Er liet zich dan een soort 'evenwichtsprijs' berekenen waarop de zaken voor dat tijdvak van de beurshandel werden afgedaan. De hoekman vormt daarmee de spil waar het in de markt om draait. De neutraliteit die dit vereist, verklaart waarom de scheiding van aandeelhouderschap tussen hoekman en commissiehuys zo belangrijk wordt geacht.

Onder invloed van de internationalisering van de effectenhandel en de in samenhang daarmee veranderde eisen van de beleggers heeft het handelstelsel en daarmee de rol van de hoekman in de loop van de tijd een reeks van wijzigingen ondergaan. Vandaag de dag loopt nog slechts een deel van de transacties via de hoekman; steeds meer transacties komen in navolging van de praktijk in het buitenland in 'direct dealing' tot stand. 'Direct dealing' vindt met name plaats bij de handel in grote posten tussen commissiehuys en belegger, waarbij de eerste niet als tussenpersoon maar als tegenpartij van de laatste optreedt. Het voordeel van dit systeem voor de (grote) belegger is evident: hij kan zijn positie direct kwijt aan de op dat moment voordeligste partij in de markt. Het nadeel is uiteraard dat een inbreuk op het principe van de centrale markt wordt gedaan. Om die inbreuk zo beperkt mogelijk te houden, is – onder meer – 'direct dealing' tussen commissiehuizen onderling niet toegestaan.

Het commissiehuys dat zich als tegenpartij voor de belegger opwerpt, doet dat niet alleen in concurrentie met andere huizen in Amsterdam. Ook in bij voorbeeld Londen zijn partijen bereid een markt te onderhouden in Nederlandse effecten. Deze laatste partijen zijn echter niet gehouden aan de regels van de Amsterdamse markt. Daardoor kunnen zij, in tegenstelling tot de Nederlandse commissiehuizen, een aangeboden grote post in een directe transactie in kleinere porties onderbrengen bij een aantal Nederlandse commissiehuizen, waardoor de grote post

over de markt wordt gespreid. De Nederlandse partij die hetzelfde zou willen doen, is in zo'n geval verplicht de post via de hoek te leiden, waardoor hij, alleen al als gevolg van de courtage voor de hoekman, altijd slechter zit. Het wrange is uiteraard dat de veel geroemde grotere liquiditeit voor Nederlandse effecten in Londen, uiteindelijk niet door Londen, maar toch door Amsterdam wordt verschaft.

In principe zijn er drie oplossingen denkbaar om de Nederlandse commissiehuys in een meer gelijke concurrentiepositie terug te brengen.

In de eerste plaats zou 'direct dealing' met andere commissiehuizen ook aan hem kunnen worden toegestaan. Het evidente nadeel is dat het principe van de centrale markt verder wordt uitgehold. Een tweede mogelijkheid is een actievere rol van de hoekman te verlangen, in die zin dat hij zich meer opstelt als een 'market maker' en door het innemen van posities bijdraagt aan het opvangen van een grote post. Het is de vraag of dit werkelijk tot verbeteringen leidt. 'Market makers' zijn er genoeg buiten de hoekman. De dubbele functie die in deze variant ontstaat, leidt er bovendien toe dat de hoekman zijn neutraliteit verliest, hetgeen nu juist essentieel is voor zijn rol. Ten slotte zijn de meeste hoekmansbedrijven onvoldoende gekapitaliseerd om de 'market making'-functie in de vereiste omvang te vervullen. Daardoor komt het punt dat banken in hoekmansbedrijven gaan deelnemen, dichterbij. De derde variant is dat hoeklieden zich strikt beperken tot hun 'inter-dealer broker'-functie en dat commissiehuizen verplicht blijven hun onderlinge handel via hen te leiden. Daar moet dan wel een veel geringere vergoeding tegenover staan dan thans. Dat lijkt onaardig voor de hoekman, maar het grotere volume dat daardoor direct via Amsterdam kan worden afgewikkeld in plaats van via de sluipteg in het buitenland, levert uiteraard een compensatie voor de daling van het tarief. Duidelijk is dat met deze laatste variant de instandhouding van de centrale markt het beste is gediend en dat de echte concurrentiepositie van onze nationale markt zo goed mogelijk wordt benut.



M.J.L. Jonkbarth

h t