



## Nieuwe beurzen

**Auteur(s):**

Boot, A.W.A.

*Hoogleraar ondernemingsfinanciering en financiële markten, Universiteit van Amsterdam.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4077, pagina 847, 16 oktober 1996

**Rubriek:**

Column

**Trefwoord(en):**

financiële, markten

**Sinds 30 september hebben snelgroeiende bedrijven - met weinig verleden maar veel toekomst - een eigen beurs. In Brussel heeft Easdaq haar poorten geopend, de Europese evenknie van het succesvolle Amerikaanse Nasdaq. Nasdaq is in haar korte bestaan uitgegroeid tot de grootste, of op één na grootste effectenbeurs ter wereld, met noteringen van vele duizenden ondernemingen, ook uit Nederland.**

Natuurlijk is het interessant te filosoferen over de kansen op succes van Easdaq, of de al bewezen succesfactoren van Nasdaq. Deze beurzen onderscheiden zich doordat ze louter met computerschermen werken. Dit vereist geen centrale fysieke locatie; de markt bestaat in wezen uit een netwerk van computers. Easdaq zou dan ook gezien kunnen worden als een nieuwe tak aan het netwerk van Nasdaq. Het echte onderscheidend kenmerk van Eas- en Nasdaq is echter dat zij zich richten op snel groeiende, vaak zeer innovatieve bedrijven. Juist de bedrijven die door gebrek aan bewezen prestaties ('track record') werden gemeden door de bestaande beurzen. Of het met Easdaq echt iets wordt hangt onder meer af van de reactie van deze beurzen. Als door een adder gebeten tonen ze plotseling interesse voor de van oudsher door hen geminachte 'nieuwe' ondernemingen.

Filosoferen over het mogelijke succes van Easdaq is interessant, maar nog veel interessanter is de vraag aan welke kenmerken een onderneming moet voldoen om toegang te hebben tot de financiële markten, of wat voor toegevoegde waarde een beurs kan bieden. De zeer uitgebreide literatuur over financiële intermediatie laat zien dat markten kunnen falen bij grote informatie- en agency-problemen. Akerlof maakte duidelijk hoe voor kwalitatief goede, maar door de koper niet als zodanig te herkennen tweedehands auto's geen markt bestaat, omdat kopers niet die prijs willen bieden waartegen de huidige eigenaren hun (goede) auto's willen verkopen. Bij de Nasdaq- (en Easdaq-) bedrijven moet van een vergelijkbaar informatieprobleem sprake zijn. De exacte kwaliteit van de te noteren 'nieuwe' ondernemingen is toch zeer onzeker? Daarnaast mogen ook de agency-problemen niet worden onderschat. Voor wat betreft dit laatste is van belang hoe een belegger als (anonieme) aandeelhouder er voor kan zorgen dat zijn, nog erg onvoorspelbare, Easdaq-fonds rekening houdt met zijn belangen. Juist bij zo'n groeifonds moet het 'corporate governance'-vraagstuk acuut zijn.

Het corporate governance vraagstuk is zelfs zo acuut dat banken er niet over denken aan deze ondernemingen krediet te verschaffen. Participatiemaatschappijen moeten er aan te pas komen om deze ondernemingen überhaupt van de grond te krijgen. Door ruimhartige steun van de overheid kwamen er zo'n honderdtal van deze participatie-maatschappijtjes. Maar de expertise had geen gelijke tred gehouden met de onstuimige groei en participatiemaatschappijen moesten constateren dat ze, ondanks de subsidie, zwaar verloren op participaties in nieuwe ondernemingen. Dit heeft er nu zelfs toe geleid dat ze zich afzijdig proberen te houden van de starters. Ik ben er van overtuigd dat dit niet zo zal blijven. Participatiemaatschappijen zullen hun toegevoegde waarde voor startende ondernemingen (her)vinden. Juist daarom is voor de participatie-maatschappijen Easdaq een wenselijke ontwikkeling. Het biedt hen de mogelijkheid om hun winsten op succesvolle participaties op een bepaald moment te gelde te maken.

Dit beantwoordt nog steeds niet de vraag waarom deze ondernemingen wel toegang zouden hebben tot financiering uit de financiële markt, maar niet tot bancaire financiering. Het verhaal van de banken blijft eenvoudig; zonder 'track record' en/of (te verpanden) zekerheden geen krediet. Dit geldt ook voor een obligatie-emissie in de financiële markt. De financiële markt biedt echter ook de mogelijkheid om eigen vermogen te emitteren. Hoewel de bank dit - mits toegestaan en wenselijk - ook zou kunnen verstrekken, is een financiële markt hiertoe veel beter in staat. Hiervoor zijn twee belangrijke redenen aan te geven. De eerste reden is, dat juist bij een snelgroeiende - sterk technologie-afhankelijke - nieuwkomer een inschatting van de technologische ontwikkelingen van essentieel belang is voor de prijsvorming van haar effecten. Dit is dermate complex en veelomvattend, dat alleen enige hoop te putten is uit het samenspel van vele handelaren en beleggers (waaronder analisten) met elk hun eigen invloed op de prijsvorming. De in de markt bepaalde prijs levert dan een soort gemiddelde opinie op die alle beschikbare informatie op enigerlei wijze bevat.

Een tweede reden is dat een financiële markt veel beter kan omgaan met de grote technologische risico's van nieuwkomers. Met technologisch risico bedoel ik dat door een plotselinge uitvinding van een alternatieve technologie of een alternatief systeem of ontwerp, het bestaansrecht van de nieuwkomers ernstig kan worden aangetast. In een financiële markt is dit risico van veel minder belang, omdat beleggers hun vermogen kunnen spreiden over bedrijven met verschillende technologieën.

Hier ligt de mogelijke toegevoegde waarde voor Easdaq. De bestaande beurzen zijn primair geïnteresseerd in getoonde prestaties, en staan daarmee niet open voor (technologisch) hoogstaande nieuwkomers. Hierdoor worden de mogelijkheden voor deze bedrijven ondermijnd, terwijl deze juist voor Nederland zo belangrijk zijn. Wat mij betreft verdient elk initiatief dat de financiering van deze bedrijven kan verbeteren, ruim baan.

