

**EURONEXT, HET VERHANDELEN
VAN AANDELEN VAN MIDDELGROTE
EN KLEINE BEDRIJVEN**

Indeling

1. Inleiding
2. Beschrijving Euronext handelssysteem
 - 2.1 Inleiding: Het Euronext marktmodel
 - 2.2 Veilingmechanisme
 - 2.3 Mechanisme voor doorlopende verhandeling
 - 2.4 Liquiditeitsverschaffer
3. Segmentatie van de markt voor middelgrote en kleine ondernemingen
 - 3.1 Fondsen die doorlopend verhandeld kunnen worden
 - 3.2 Fondsen die verhandeld worden door middel van 'auctions only'
 - 3.3 Samenvatting
4. Handel buiten het orderboek
5. Handelstijden
6. Marktsegmentatie
7. Achtergronden van de gekozen handelssystematiek
 - 7.1 Euronext heeft gekozen voor het Alliantiemodel
 - 7.2 Modernisering
 - 7.3 Veiling of continu handel: bestaat dat laatste wel voor minder liquide fondsen?
8. Vergelijking met het consultatiedocument en commentaar op enkele reacties

-- 0 --

Euronext, het verhandelen van aandelen van middelgrote en kleine bedrijven.

1. Inleiding

In dit document wordt een volledige beschrijving gegeven van de wijze van verhandeling van de middelgrote en kleine bedrijven op Euronext. Aandacht zal voorts worden besteed aan de achtergronden van de gekozen handelssystematiek en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen. Tenslotte zal aangegeven worden in hoeverre de uiteindelijk gekozen handelssystematiek afwijkt van de in het consultatiedocument van november 2000 aangegeven systematiek. Met deze publicatie wordt de consultatiefase afgerond.

Inleiding

2. Beschrijving Euronext handelssysteem

2.1 Inleiding: Het Euronext marktmodel

Alle aandelen van genoteerde ondernemingen zullen worden verhandeld in een elektronisch orderboek. De methodiek van handelen is daarmee ordergedreven; transacties van de publieke vragers en aanbieders van effecten vormen de basis van de prijsvorming in de markt. Afhankelijk van de mate waarin het publiek meer of juist minder actief is, zal aan het order gedreven element van de markt een 'quote driven' element moeten worden toegevoegd zodat het te verhandelen aandeel voldoende liquide blijft. In hoofdstuk 7 wordt hierop verder in gegaan.

De technische infrastructuur waarop de handel plaats vindt heet NSC en is het handelssysteem dat in Parijs wordt gebruikt. Het stelsel van regels op basis waarvan gehandeld wordt -het marktmodel- heeft echter belangrijke wijzigingen ondergaan die onder meer verband houden met de afspraak die acht Europese beurzen ruim een jaar geleden hebben gemaakt voor de totstandkoming van een standaard Europees marktmodel. Deze afspraken worden ook wel de Alliantieafspraken genoemd. Het Europese marktmodel heet in die lijn het Alliantiemodel. Op het Alliantiemodel heeft Euronext voorts diverse wijzigingen doorgevoerd die het gevolg zijn van de fusie. Het stelsel handelsregels zoals die nu van kracht zullen worden, wordt door ons het Euronext Market Model genoemd, afgekort het EMM.

NSC

EMM

Ten principale kent het EMM twee *prijsvormingmechanismen* te weten het veilingmechanisme (ook wel 'auction' genoemd) en het mechanisme voor doorlopende verhandeling:

- Het *veilingmechanisme* wordt gebruikt teneinde op één moment in de tijd tot één evenwichtsprijs te komen, waarbij alle op dat moment beschikbare koop- en verkooporders worden uitgevoerd (voor zover die op basis van de prijsconditie voor uitvoering in aanmerking komen).
- Het *mechanisme van doorlopende verhandeling* impliceert dat er in het elektronisch orderboek bij binnenkomst van een order bezien wordt of deze op moment van binnenkomst uitgevoerd kan worden. Is dat het geval dan vindt onmiddellijke uitvoering (executie) plaats, zo niet, dan kan de order in het publieke orderboek wachten op uitvoering.

Veiling

Doorlopende verhandeling

Voor de verhandeling van een bepaald fonds (de handelssystematiek) kan één van bovenstaande prijsvormingmechanismen worden gebruikt maar zullen ook beide mechanismen gecombineerd worden gehanteerd. Van dit laatste is met name sprake voor de meer liquide aandelen met doorlopende handel en waarbij de markt wordt geopend en gesloten door middel van een veiling. De minder liquide fondsen worden mogelijk ook verhandeld door middel van doorlopende handel met een opening- en sluitingsveiling. Echter de doorlopende handel kan tevens worden onderbroken door spontane veilingen. Dit laatste geschiedt met name bij dreigende grote prijsfluctuaties. Er is hier dus sprake van een zeker mengvorm. Fondsen waarin slechts zeer beperkte liquiditeit aanwezig is kunnen worden verhandeld volgens een methodiek waarbij alleen maar gebruik gemaakt wordt van veilingen. Deze handelssystematiek wordt 'auctions only' genoemd.

Gebruik veilingen

2.2 Veilingmechanisme (auction)

Kenmerkend voor het veilingmechanisme is het feit dat orders gedurende enige tijd verzameld worden alvorens tot uitvoering en prijsvaststelling wordt overgegaan. Er is geen onmiddellijke uitvoering van orders. Het veilingproces is een zeer gestructureerd proces dat voor de markt transparant wordt gemaakt, opdat zoveel mogelijk deelnemers in dit proces kunnen participeren. Een veiling bestaat uit een zogenaamde voorfase, ook wel 'call phase' genoemd.

In deze fase kunnen orders ingelegd, uitgehaald en gemuteerd worden. De 'call phase' wordt gevolgd door een prijsbepalingfase EMM, in welke fase de prijs wordt vastgesteld. De prijsbepaling en de bepaling van de uitvoering van orders geschieden volgens vastgelegde, geprogrammeerde en objectieve criteria. Deze routines gaan uit van een paar zeer wezenlijke principes.

*Prijsbepaling
objectief*

In de eerste plaats wordt nagegaan op welke prijs de omzet van uit te voeren transacties in de veiling kan worden gemaximaliseerd. Het is mogelijk dat er op meerdere uitvoeringsprijzen een gelijk volume aan transacties kan worden uitgevoerd waardoor er keuze ontstaat ten aanzien van de veilingprijs. Mocht dit criterium inderdaad meerdere prijzen opleveren met een gelijke omzet, dan wordt vervolgens bezien op welk van deze prijzen het resterende saldo van transacties dat op die prijs niet kan worden uitgevoerd het kleinst is. Blijft er wederom een keuze uit meerdere veilingprijzen, dan wordt het principe 'market pressure' gehanteerd. Het criterium 'market pressure' bepaalt dat indien de saldi aan de koopkant liggen de hoogste koers gekozen wordt en indien de saldi aan de verkoopkant liggen het systeem kiest voor de laagste koers. Als laatste van de vier criteria wordt gehanteerd het minimaliseren van de afwijking ten opzichte van de laatste koers.

De prijsbepaling geschiedt derhalve volledig automatisch. Nadat de veilingprijs is vastgesteld, biedt het nog enige tijd de gelegenheid om op de vastgestelde veilingprijs nieuwe orders uit te voeren; de prijs zelf zal echter niet meer veranderen.

*Order-
matching*

Het veilingmechanisme wordt, zoals gezegd, onder meer gebruikt om de markt te openen voor die fondsen die vervolgens in doorlopende handel worden verhandeld. Ook wordt voor deze fondsen ná het beëindigen van de doorlopende handel het veilingmechanisme gehanteerd om de laatste koers van de dag vast te stellen. In beide gevallen biedt de veiling zoveel mogelijk marktparticipanten de gelegenheid om aan de prijsvorming deel te nemen en daadwerkelijk op die veilingprijs een transactie te verrichten.

*Opening en
sluiting in
liquide
fondsen*

Daarnaast kan het veilingmechanisme gebruikt worden om de handel in minder liquide fondsen te faciliteren, wanneer deze fondsen niet zouden beschikken over een functie van liquiditeitsverschaffer. Het prijsvormingmechanisme is hierbij gelijk aan het mechanisme van de opening- en sluitingsveiling voor de meer liquide fondsen. In fondsen die verhandeld worden volgens 'auctions only' zal er echter buiten de veiling om geen doorlopende handel in het elektronisch orderboek plaatsvinden. Veilingen worden in het geval van afwezigheid van doorlopende handel gebruikt om de beschikbare orders te concentreren in de tijd en zodoende de kans op ordermatching te vergroten en de kwaliteit van de prijsvorming te bevorderen.

*Zelfstandige
wijze van
verhandeling*

2.3 Mechanisme voor doorlopende verhandeling

Nadat de markt door middel van een veiling is geopend kan er doorlopend gehandeld worden. In doorlopende handel worden orders bij binnenkomst getest op uitvoerbaarheid. Bestensorders worden direct uitgevoerd en limietorders worden, indien de prijs de tegenovergestelde zijde van het boek niet matcht of kruist, in het orderboek opgenomen. Dit betekent dat er directe uitvoering kan zijn tegen de koop- en verkooplimietorders zoals die zijn ingelegd in het orderboek. De beste bieding en beste lating geven aan tegen welke prijs in het elektronisch orderboek gehandeld kan worden. Bij doorlopende verhandeling zijn er derhalve een beste bied- en laatkoers die ongelijk zijn. Zouden de prijzen gelijk zijn dan zou immers direct uitvoering plaatsvinden. Het verschil tussen de beste bieding en de beste lating noemt men de 'spread'. Deze spread wordt wel gezien als de prijs die voor direct handelen moet worden betaald. Immers, op de biedprijs kan een buitenstaander altijd verkopen; op de laatprijs altijd kopen. Als dat in die volgorde wordt gedaan dan wordt de spread 'betaald'.

*Directe
executie*

*Bied- en
laatprijs*

Spread

De systematiek van doorlopende handel is alleen wenselijk indien er voldoende orders in het elektronisch orderboek zijn ingelegd, aangezien de onmiddellijke uitvoering van ingelegde orders anders tot te grote koersuitslagen zou kunnen leiden. Ook zal een te beperkte stroom orders leiden tot een groot verschil tussen de beste bied- en laatprijs in het orderboek met als gevolg een te brede spread.

Volatiliteitonderbrekingen: statische en dynamische prijsmarges

Teneinde een ordelijke markt te bewerkstelligen is het wenselijk dat de doorlopende handel tijdelijk wordt onderbroken wanneer de koersbewegingen te extreem zijn. Hiertoe zal Euronext bandbreedten introduceren rondom een tweetal referentieprijzen, de *statische referentieprijs* en de *dynamische referentieprijs*.

De statische referentieprijs is de laatst bekende veilingprijs. Voor opening van de markt is de statische referentieprijs de slotkoers van de vorige dag, na opening zal de statische referentieprijs normaliter de openingsprijs zijn. De statische referentieprijs wordt nu omgeven met een bandbreedte. Deze bandbreedte bepaalt binnen welke grenzen er gehandeld mag worden. Die bandbreedte is voor de statische referentieprijs tot nader order vastgesteld op 10%. Dit betekent dat de openingskoers dient te vallen binnen een marge van plus of min 10% rond de slotkoers van de vorige dag. Vervolgens dienen de koersen in doorlopende handel te vallen binnen een marge van plus of min 10% rond de openingskoers van de betreffende handelsdag. Dreigt tijdens de doorlopende handel de prijs buiten deze bandbreedte tot stand te komen, dan volgt een zogenaamde volatiliteitonderbreking; de handel wordt tijdelijk stilgelegd (volatility interruption).

Statische referentieprijs

De dynamische referentieprijs wordt normaliter bepaald door de laatst gedane koers, welke hetzij in doorlopende handel tot stand is gekomen, danwel tot stand is gekomen in een veiling. De dynamische prijsmarge is de koersmutatie die door één enkele order veroorzaakt kan worden. Deze marge is door Euronext op 2% vastgesteld. Dreigt deze marge te worden overschreden, dan volgt ook hier een volatiliteitonderbreking (volatility interruption); het tijdelijk stilleggen van de handel. De dynamische prijsmarge geldt uitsluitend tijdens de doorlopende handel en niet in de veilingen.

Dynamische referentieprijs

Tijdens een volatiliteitonderbreking wordt het orderboek bevroren en krijgt de orderinlegger één minuut de gelegenheid zijn order te herroepen. Doet hij dit, dan wordt de handel vervolgens direct hervat. Wordt de order niet verwijderd, dan volgt een veiling conform de eerder beschreven regels.

Volatiliteitonderbrekingen hebben tot doel de markt de gelegenheid te geven om op een te grote koersverandering te reageren. Van deze onderbreking gaat een rustgevende invloed uit. Andere marktpartijen worden in de gelegenheid gesteld om op de verwachte, te grote, koerswijzigingen te reageren.

Waar de marge op de statische referentieprijs beoogt de handel te onderbreken indien de koersbeweging gedurende de dag een bepaald percentage overschrijdt, beoogt de marge op de dynamische referentieprijs rekening te houden met de liquiditeit die in een fonds zelf aanwezig is. De statische prijsmarge geeft de markt de gelegenheid om na een forse stijging of daling opnieuw de situatie te beoordelen. De dynamische prijsmarge bepaalt indirect en rekening houdend met de actuele liquiditeit, de orderomvang die in doorlopende handel uitgevoerd kan worden. Indien er voldoende orders zijn ingelegd zal een individuele order niet vaak een koersbeweging van 2% kunnen veroorzaken. Zijn er op een bepaald moment echter onvoldoende orders beschikbaar, dan is het mogelijk dat een koersuitslag van méér dan 2% voorkomt. De order wordt dan gedeeltelijk uitgevoerd tot de toegestane marge van 2%, waarna een

Dynamische prijsmarge beperkt volatiliteit en dwingt tijdig de volatiliteitonderbrekinge n af

pauze wordt ingelast (de volatility interruption). De gekozen systematiek houdt indirect rekening met de liquiditeit van een fonds omdat een order in een zeer liquide fonds vele malen groter zal moeten zijn om een 2% koersbeweging te veroorzaken dan een order in een minder liquide fonds. Een order van bijvoorbeeld 10.000 stuks zal in een liquide fonds nauwelijks een koersbeweging veroorzaken maar kan in een illiquide fonds direct tot een koersuitslag van enkele procenten leiden. De dynamische prijsmarge leidt ertoe dat de handel in het liquide fonds derhalve normaal doorgang kan vinden terwijl een dergelijke order in een minder liquide fonds wellicht tot een volatiliteitonderbreking zal leiden.

2.4 Liquiditeitsverschaffer

Het gekozen marktmodel is in beginsel een model waarbij de prijsvorming alleen tot stand komt doordat tegengestelde orders, die door het publiek worden ingelegd elkaar ontmoeten en tot transacties aanleiding geven. Echter, naarmate de orderstroom voor de minder liquide fondsen geringer is zullen transacties en prijsvorming moeilijker tot stand komen. Het EMM biedt daardoor plaats voor de betrokkenheid van een liquiditeitsverschaffer. Dit is een intermediair die beroepshalve liquiditeit aan de markt toevoegt. Dit geschiedt door het afgeven van een koop- en verkooporder voor eigen rekening. Deze combinatie van koop- en verkooporder wordt ook wel 'quote' genoemd. De orders worden opgenomen in het elektronisch orderboek. De omvang moet voldoen aan bepaalde minimumeisen en de spread (het verschil tussen de verkoop- en koopprijs) mag niet meer zijn dan een vastgesteld maximum.

Per fonds kunnen meerdere liquiditeitsverschaffers actief zijn. De rol van liquiditeitsverschaffer kan vervuld worden door alle financiële instellingen die zijn aangesloten bij de effectenbeurs van Euronext en die voor eigen rekening mogen handelen: banken, commissionairs en voormalige hoeklieden. De liquiditeitsverschaffer kan opereren in zogenaamde 'dual capacity', dat wil zeggen dat hij ook met eindbeleggers transacties kan verrichten.

Quote voegt liquiditeit toe

Rol staat open voor alle leden

De liquiditeitsverschaffer kent géén speciale handelsvoorrechten en heeft dus precies dezelfde mogelijkheden als alle andere marktpartijen. De liquiditeitsverschaffer kan wél rekenen op een vrijstelling van de kosten die Euronext in rekening brengt voor die transacties die samenhangen met het afgeven van de quote. Het optreden als liquiditeitsverschaffer zal voorts aantrekkelijk kunnen zijn omdat zulks de financiële instellingen de mogelijkheid biedt om zich te profileren als *de* deskundige in het fonds. Hiermee kan worden bewerkstelligd dat ook transacties buiten het orderboek om naar de liquiditeitsverschaffer toe zullen kunnen vloeien. De liquiditeitsverschaffer kan van de uitgevende instelling een vergoeding ontvangen, zeker als de liquiditeitsverschaffer nog andere diensten verricht. Tenslotte zal Euronext de liquiditeitsverschaffer in de gelegenheid stellen om zijn quote *desgewenst* naast het orderboek te publiceren. Daarmee wordt de zichtbaarheid van liquiditeitsverschaffer vergroot.

Geen privileges

*Geen fees
De deskundige*

Grotere zichtbaarheid

Het EMM onderscheidt drie verschillende categorieën liquiditeitsverschaffers:

a. *De permanente liquiditeitsverschaffer (voor fondsen in doorlopende handel)*

Drie soorten

Deze dient doorlopend een quote af te geven in het orderboek, vanaf 15 minuten voor de openingsveiling tot en met de sluitingsveiling (hij is dus verplicht te quoteren in de normale veilingen, tijdens doorlopende handel en bij de tussentijdse veilingen die het gevolg zijn van volatiliteitonderbrekingen). De transparantie van de markt is met deze variant het meest gediend aangezien er doorlopend een bied- en laatprijs beschikbaar is. De eisen die in beginsel worden gesteld aan de quote van de permanente liquiditeitsverschaffer zijn: minimale omvang €10.000 en maximale spread 4%. Voor de meer liquide fondsen kunnen hogere eisen worden gesteld, waarbij gedacht moet worden aan een omvang die

wordt gerelateerd aan de dagelijkse omzet, doch niet minder dan €20.000 en niet meer dan €100.000 en een maximale spread van 3%.

- b. *De volatiliteit/liquiditeitsverschaffer (voor fondsen in doorlopende handel)*
Deze dient quotes af te geven in alle veilingen, zowel in de normale opening- en sluitingsveiling als in de tussentijdse veilingen die het gevolg zijn van volatiliteitonderbrekingen. Deze benadering verzekert de aandacht van een liquiditeitsverschaffer op die momenten, dat deze het meest noodzakelijk is. Eisen voor de quote van de volatiliteit/liquiditeitsverschaffer zijn: minimale omvang van €15.000 en maximale spread van 4%.
- c. *De veiling liquiditeitsverschaffer (voor fondsen die in 'auctions only' worden verhandeld)*
Deze liquiditeitsverschaffer geeft slechts een quote af gedurende de veilingen die op vooraf vastgestelde momenten worden gehouden (er is ook geen overige handel in het elektronisch orderboek). Deze betrokkenheid bevordert de liquiditeit in enige mate en zal wellicht de voorbode zijn van een verdere betrokkenheid van de liquiditeitsverschaffer. De eisen: een minimale quote-omvang van €5,000 en een maximale spread van 4%.

Een intermediair kan zich op verzoek van de uitgevende instelling als liquiditeitsverschaffer aanbieden. Er zal dan een contract gesloten worden tussen de onderneming en de intermediair, waarbij Euronext echter geen betrokkenheid heeft. Voorts dient de intermediair een contract met Euronext te sluiten waarin wordt vastgelegd dat de liquiditeitsverschaffer voor een periode van tenminste één jaar bovengenoemde verplichtingen op zich neemt. Een contract tussen de liquiditeitsverschaffer en de uitgevende instelling dient in dat geval als bijlage bij de aanmelding te worden toegevoegd. Euronext zal bekend maken welke liquiditeitsverschaffers op verzoek van een uitgevende instelling de markt in een bepaald fonds onderhouden.

*Op initiatief
van de
onderneming*

*Contractuele
relatie*

De liquiditeitsverschaffer kan zich ook zelf, spontaan, bij de beurs aanmelden zonder daartoe door een uitgevende instelling te zijn benaderd. Euronext staat hier in principe voor open. Euronext zal dan de betrokken onderneming hiervan in kennis stellen. Indien de betrokken onderneming bezwaar zou maken tegen het optreden van een bepaalde intermediair als liquiditeitsverschaffer zal Euronext dergelijke bezwaren meewegen in haar beslissing om de intermediair als liquiditeitsverschaffer te benoemen. De beslissingsbevoegdheid ligt echter volledig bij Euronext en alleen in zeer bijzondere omstandigheden zal Euronext een intermediair niet toelaten tot de rol van liquiditeitsverschaffer in een bepaald fonds.

Spontaan

Euronext is zich bewust van het feit dat de relatie tussen de uitgevende instelling en de liquiditeitsverschaffer een bijzondere *lijkt* te zijn. Van belang is echter erop te wijzen dat de liquiditeitsverschaffer handelstechnisch geen voorrechten kent in tegenstelling tot de positie van de hoeklieden. Vanuit de handelsoptiek is er derhalve geen noodzaak tot aanvullende regelgeving. Voor zover het de relatie betreft tussen de liquiditeitsverschaffer en de onderneming zelve, een relatie die zich buiten het orderboek om afspeelt, moet vanzelfsprekend grote zorgvuldigheid worden betracht. De basisspelregels in de financiële wereld gelden echter ook voor deze relatie en deze regels zijn bij de deelnemers bekend. Zo dient er onder meer voldoende functiescheiding te zijn tussen conflicterende taken binnen de financiële instelling die acteert als liquiditeitsverschaffer. Deze regels liggen onder meer vast in de Nadere Regeling van de Stichting Toezicht Effectenverkeer en er bestaan wettelijke verplichten met betrekking tot het gebruik van koersgevoelige informatie. De uitgevende instellingen hebben op basis van de beursregels de verplichting om koersgevoelige informatie terstond te melden. Een liquiditeitsverschaffer mag en kan daarin geen bevoorrechte positie innemen.

*Bestaande
wetgeving
voldoende*

De huidige wet en regelgeving geeft echter voldoende ruimte voor financiële instellingen om specialistische en op het bedrijf gerichte dienstverlening te verstrekken aan mid- en small caps die genoteerd zijn op Euronext. Een liquiditeitsverschaffer die enigszins vergelijkbaar is met de hiervoor omschreven benadering bestaat in de Nederlandse markt overigens al sinds jaren. In het kader van onze groeimarkt Euro NM Amsterdam is er een rol geschapen voor een intermediair die op verzoek van de uitgevende instelling ook de liquiditeit in de secundaire markt bevordert, namelijk de sponsor.

In het Londense AIM en ook in Amsterdam ten tijde van ASSET is en was eveneens sprake van banken en commissionairs die door middel van het afgeven van quotes de liquiditeit bevorderen.

Wij sluiten niet uit dat een liquiditeitsverschaffer een aparte overeenkomst wil sluiten met één of meerdere grootaandeelhouders van een fonds waarin hij een rol vervult; zulks met het oogmerk om aandelen te kunnen lenen in die gevallen dat de liquiditeitsverschaffer aandelen zou moeten verkopen in de markt terwijl hij niet in staat is om die aandelen onmiddellijk terug te kopen.

3. Segmentatie van de markt voor middelgrote en kleine ondernemingen

In paragraaf 2.1 zijn de verschillende methoden van verhandeling weergegeven; doorlopende handel en veilingen en de combinatie van beide. In paragraaf 3.4 is ingegaan op de rol van de liquiditeitsverschaffer en de positie van de liquiditeitsverschaffer in het handelssysteem. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de segmentatie van de markt voor grote, middelgrote en kleine ondernemingen; een segmentatie naar de te kiezen handelssystematiek

De eerste grondregel is dat alle liquide fondsen continu verhandeld worden. De tweede grondregel is dat elk fonds dat minder liquide is, maar waarin een liquiditeitsverschaffer werkzaam is, ook continu verhandeld wordt.

Continue handel kan in alle fondsen

Fondsen die in het verleden een hoeveelheid aan transacties in het centrale orderboek in hun aandelen hebben gehad die hoger ligt dan 5.000 transacties (tweezijdige telling) per jaar, zullen continu worden verhandeld, ook al zou in dat fonds geen liquiditeitsverschaffer actief zijn. Het aantal van 5.000 wordt frequent gemeten. Hierna wordt de gehele regeling en de indeling in schematische en systematische vorm weergegeven.

5.000 transacties per jaar

Te onderscheiden zijn de volgende groepen fondsen:

1. Fondsen die doorlopend verhandeld kunnen worden
 - a. zonder liquiditeitsverschaffer
 - b. met liquiditeitsverschaffer-vrijwillig
 - c. met liquiditeitsverschaffer-verplicht
2. Fondsen die verhandeld worden d.m.v. 'auctions only'
 - a. zonder liquiditeitsverschaffer
 - b. met liquiditeitsverschaffer

3.1 Fondsen die doorlopend verhandeld kunnen worden

Doorlopend

- a. De fondsen die opgenomen zijn in de Euronext 100. In deze fondsen mag geen liquiditeitsverschaffer actief zijn, aangezien Euronext van mening is dat de liquiditeit van de betrokken fondsen zodanig is dat een liquiditeitsverschaffer niet noodzakelijk is.
- b. Fondsen met de vrijwillige keuze voor een liquiditeitsverschaffer. Fondsen in deze categorie zijn in beginsel normaliter voldoende liquide om doorlopend verhandeld te worden zonder betrokkenheid van een liquiditeitsverschaffer. De liquiditeit in deze fondsen is echter niet zodanig groot dat een liquiditeitsverschaffer geen enkele toegevoegde waarde zou hebben (wat in de Euronext 100 wel het geval is). Dit wordt mede ingegeven door het feit dat de liquiditeit in deze fondsen soms in tijd fluctueert. Hoewel de overtuiging bestaat dat met name de dynamische prijsmarge hiermee in voldoende mate rekening houdt, kan het optreden van een liquiditeitsverschaffer het aantal volatiliteitonderbrekingen beperken en vervult daarmee een belangrijke taak.

Zonder liquiditeitsverschaffer

Met of zonder liquiditeitsverschaffer: naar keus

De liquiditeitsverschaffer is in deze categorie nuttig doch niet noodzakelijk. Het betreft de volgende fondsen:

- Fondsen die opgenomen zijn in de Next 150;
- Fondsen niet opgenomen in Euronext 100 maar in één der nationale indices (AEX, AMX, Bel 20, CAC40 of SBF 120) en niet opgenomen in de Euronext 100;
- Fondsen met 5.000 orderboektransacties per jaar of méér (dubbele

- telling);
- Nieuwe fondsen met naar verwachting voldoende liquiditeit (hierbij wordt onder meer gekeken naar de free float).

NB. Opgemerkt zij dat Euronext ondernemingen die weliswaar aan het gestelde aantal transacties per jaar voldoen, doch aanmerkelijk minder dan 20.000 per jaar hebben (dubbel geteld), het hebben van een liquiditeitsverschaffer sterk aanbeveelt. Zie ook paragraaf 8.

c. Met liquiditeitsverschaffer-verplicht

Fondsen in deze categorie hebben een zodanige liquiditeit dat doorlopende verhandeling alleen mogelijk is indien er een liquiditeitsverschaffer is die zich voor dat fonds heeft gecommitteerd. Zonder liquiditeitsverschaffer zou de frequentie van volatiliteitonderbrekingen dermate hoog kunnen worden, dat verhandeling door middel van tevoren vastgestelde veilingen te prefereren valt. Dit betreft alle fondsen die niet voldoen aan de criteria onder de punten a en b.

*Liquiditeits-
Verschaffer
verplicht*

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat op Euronext alle fondsen in beginsel voor doorlopende verhandeling in aanmerking komen maar dat fondsen die minder dan 5.000 transacties per jaar hebben (in dubbeltelling) daarvoor tenminste één liquiditeitsverschaffer nodig hebben.

3.2 Fondsen die verhandeld worden door middel van ‘auctions only’

Auctions only

a. Alle fondsen die niet aan bovengenoemde criteria voldoen en niet beschikken over een liquiditeitsverschaffer zullen verhandeld worden door middel van ‘auctions only’.

*Zonder
liquiditeits-
Verschaffer*

b. Desgewenst kan ook in ‘auctions only’ fondsen een liquiditeitsverschaffer optreden. Op verzoek van de uitgevende instelling of liquiditeitsverschaffer kan Euronext desgewenst in overweging nemen om het aantal veilingen voor fondsen met een liquiditeitsverschaffer te verhogen van 2 naar 4, echter, hierbij zal rekening gehouden worden met de karakteristieken van ieder individueel geval.

*Liquiditeits-
Verschaffer is
mogelijk*

3.3 Gegevens en frequentie

De grafieken op de volgende pagina geven de verdeling van de fondsen naar het dagelijks aantal transacties. Een aantal van 20 transacties per dag komt (ongeveer) overeen met 5.000 transacties per jaar.

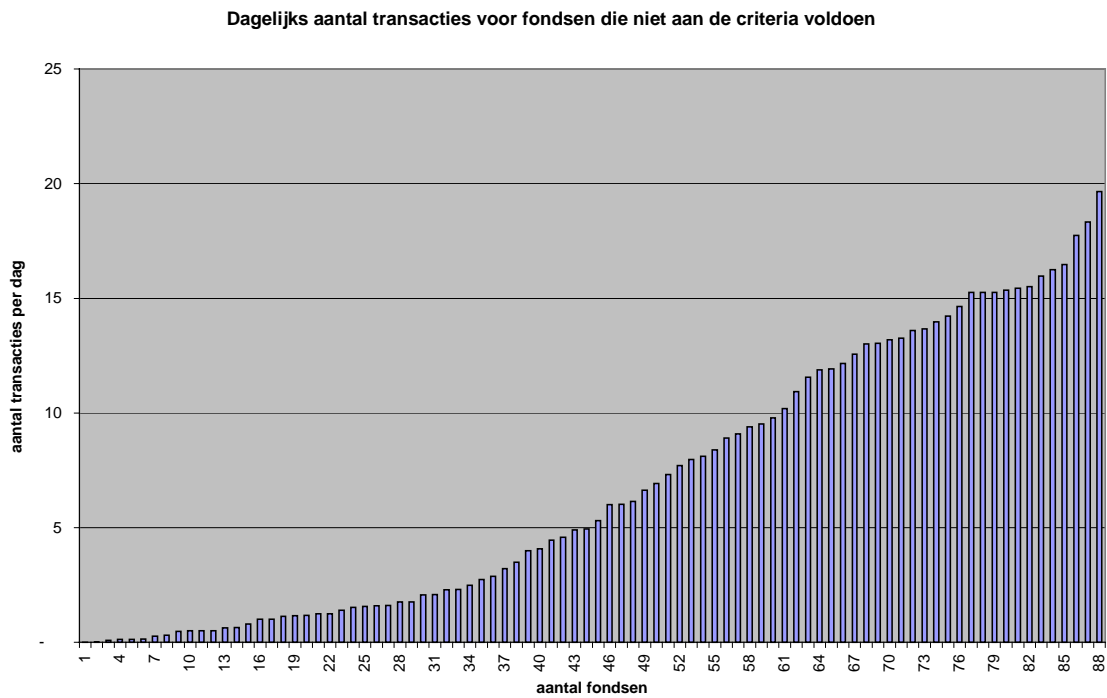
Uit de grafieken blijkt dat voor Euronext Amsterdam ruim 80 (Nederlandse) fondsen een liquiditeitsverschaffer nodig hebben teneinde doorlopend verhandeld te kunnen worden.

De vaststelling van het aantal transacties geschiedt initieel op basis van de gegevens over het jaar 2000. Na introductie van de nieuwe systematiek zal elk kalenderkwartaal een meting plaatsvinden. Fondsen die twee achtereenvolgende kwartalen de grens van 5.000 transacties op jaarbasis overschrijden of andersom, niet meer halen, zullen in segmentering worden veranderd. Aanpassing van de categorieën geschiedt tweemaal per jaar. Overigens zij erop gewezen dat door het optreden van een liquiditeitsverschaffer fondsen ook tussentijds, op elk moment, van veiling naar doorlopende handel kunnen gaan (en vice versa bij het stoppen als liquiditeitsverschaffer).

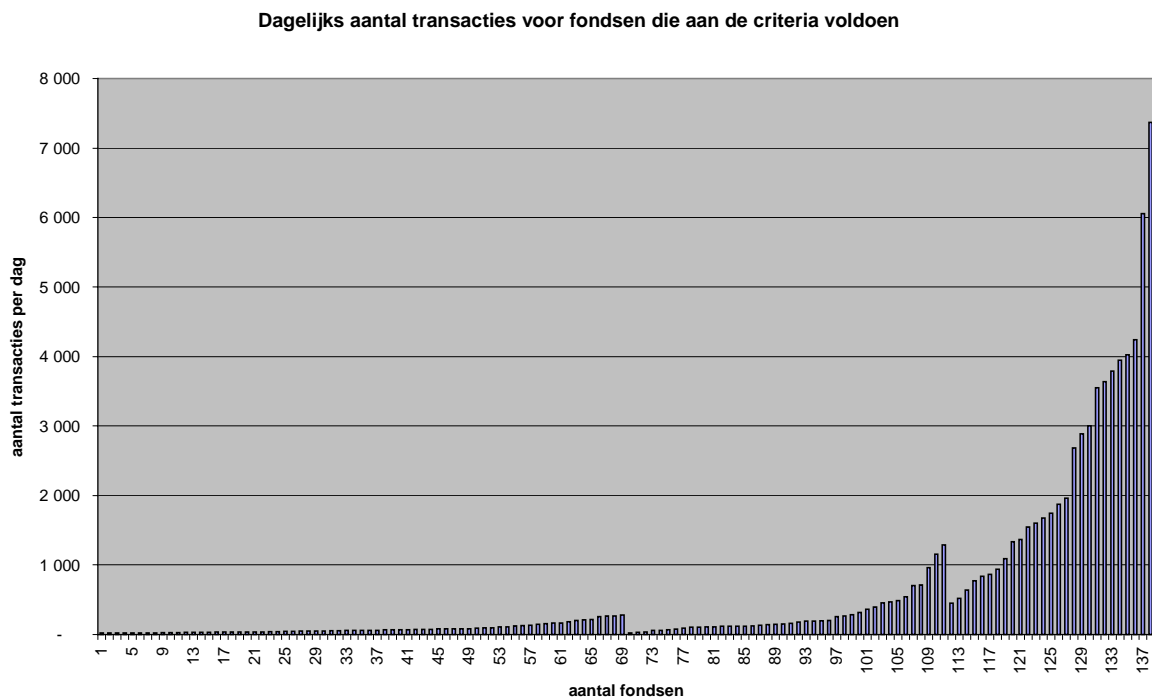
*Toetsing aan
criteria per 2
kwartalen*

*Maximale
flexibiliteit*

Grafiek 1



Grafiek 2



3.4 Samenvatting

Categorie fondsen	Wijze van verhandeling	Liquiditeitsverschaffer	Spread eisen
Euronext 100	Doorlopend verhandeld	Liquiditeitsverschaffer niet mogelijk	
Next 150	Doorlopend verhandeld, ook zonder LV	Liquiditeitsverschaffer toegestaan; alleen permanente LV	Spread: 3% Omvang: relatie met dagelijkse omzet; > €20.000, < €100.000
Fondsen met 5000 of meer transacties per jaar en evt. overige fondsen in AEX, AMX, Bel20, CAC40, SBF 120.	Doorlopend verhandeld, ook zonder LV	Liquiditeitsverschaffer toegestaan; permanente en volatiliteit LV	Spread: 4% Omvang : €10.000 voor permanente LV €15.000 voor volatiliteit LV
Overige aandelen	Doorlopend verhandeld <i>indien</i> met permanent of volatiliteit LV	Permanente of volatiliteit LV noodzakelijk	Spread: 4% Omvang : €10.000 voor permanente LV €15.000 voor volatiliteit LV
	'Auctions only' zonder LV of met veiling LV	Veiling LV mogelijk	Spread: 4% Omvang : €5.000

4. Handel buiten het orderboek

In alle fondsen zullen geregementeerde transacties buiten het orderboek mogelijk zijn. Dit geldt óók voor die fondsen die alleen door middel van het veilingssysteem in het orderboek worden verhandeld. Dit betekent dat met name voor wat betreft de grotere transacties in de minder liquide fondsen bilateraal kunnen worden overeengekomen en niet via de systematiek van het orderboek behoeft te gaan. Deze transacties kunnen elk tijdstip van de dag worden gesloten. Voor deze transacties buiten het orderboek om geldt derhalve de discipline van de veiling niet. De details van de handel buiten het orderboek zijn nog niet vastgesteld. Euronext beoogt in ieder geval tot regels te komen die gelijk zijn voor alle fondsen, of deze nu doorlopend of door middel van 'auctions only' worden verhandeld. De regelgeving moet bewerkstelligen dat de grotere transacties ook buiten de veiling om op elk tijdstip verhandeld kunnen worden.

In de regelgeving omtrent dit marktsegment zal Euronext vanzelfsprekend wel zoveel mogelijk transparantie willen nastreven en tot spoedige publicatie van prijs en omvang overgaan. Met name voor de fondsen die verhandeld worden door middel van 'auctions only' is publicatie van transacties die buiten het orderboek plaatsvinden, tussen de veilingen door, van groot belang.

*Transparantie
zo groot
mogelijk*

5. Handelstijden

Onderstaande twee tabellen geven de handelstijden weer voor fondsen in doorlopende verhandeling en voor fondsen in 'auctions only'.

Handelstijden voor fondsen doorlopende handel	
07.00	Opening van het systeem, diepte zichtbaar, orderinleg en –mutatie, indicatieve veilingprijs berekend en gepubliceerd
09.00	Opening veiling binnen 'random' periode van 30 seconden na 09.00
	Vervolgens: doorlopende handel
17.25	Einde van doorlopende handel Start 'call phase' van de sluitingsveiling, indicatieve prijs, geen uitvoering
17.30	Sluitingsveiling binnen 'random' periode van 30 seconden na 17.30 Na sluitingsveiling: matching/trading tegen de slotkoers
17.40	Einde van de handel

Handelstijden voor fondsen die uitsluitend door veilingen worden verhandeld	
07.00	Opening van het systeem, diepte zichtbaar, orderinleg en –mutatie, indicatieve veilingprijs berekend en gepubliceerd
10.30	Eerste veiling van de dag binnen een 'random' periode van 30 seconden na 10.30 Nadat de veilingprijs is bepaald: matching/trading tegen de veilingprijs
11.00	Einde van 'matching' tegen veilingprijs, diepte zichtbaar, orderinleg en -mutatie, geen uitvoering, indicatieve prijs berekend en gepubliceerd, handel buiten het orderboek is mogelijk
16.30	Tweede veiling van de dag binnen een 'random' periode van 30 seconden na 16.30. Nadat de veilingprijs is bepaald: matching/trading tegen de veilingprijs
17.00	Einde van matching tegen veilingprijs, diepte van orderboek zichtbaar, orderinleg en -mutatie, geen uitvoering, indicatieve prijs berekend en gepubliceerd, handel buiten het orderboek is mogelijk
17.40	Einde van de handel

6. Marktsegmentatie

De segmentatie die in hoofdstuk 3 is genoemd is een segmentatie van de fondsen volgens verschillende verhandelingsmethodieken met en zonder liquiditeitsverschaffer. Euronet is voornemens de markten nog volgens andere kenmerken te segmenteren. Segmenten die tot doel hebben om de herkenbaarheid van aandelen in de markt te vergroten en de fondsen tot logische eenheden te groeperen.

*Segmentatie
om de
herkenbaar-
heid te
vergroten*

FTSE industrie classificatie

Euronext heeft de FTSE industrie classificatie geadopteerd. Dat betekent dat alle bedrijven die genoteerd zijn op Euronext en daarop worden verhandeld worden gerubriceerd in industriesectoren als gehanteerd door de index 'compilor' FTSE International. Elke onderneming komt hiermee in een groep van aanverwante bedrijven terecht; de zogenaamde 'Peer Group'.

*FTSE
classificatie*

Next Prime en Next Economy

Euronext zal bedrijven benaderen met het verzoek of zij willen worden opgenomen in twee speciale kwaliteitssegmenten: Next Prime en Next Economy. Opname in deze segmenten kan geschieden indien de bedrijven bereid zijn om aan extra transparantie eisen te voldoen. Het betreft hier eisen ten aanzien van 'accounting principles', kwartaalrapportage en publicaties van berichtgeving in de Engelse taal. Next Prime is het kwaliteitssegment voor de meer traditionele bedrijven. Next Economy is het kwaliteitssegment voor de fondsen uit de technologiesector. Euronext zal zeer spoedig de fondsen die op haar markt genoteerd zijn en verhandeld worden, benaderen om te bezien of opname in dit kwaliteitssegment wordt overwogen. Voorwaarde is wel dat het aandeel met of zonder liquiditeitsverschaffer continu verhandeld wordt.

*Next Prime en
Next Economy*

Euronext zal marktsegmenten onderhouden voor haar grootste aandelenfondsen, zoals de Euronext 100 en Next 150. Voor deze segmenten worden indices berekend. Voor de kwaliteitssegmenten Next Prime en Next Economy zullen ook indexen worden vastgesteld en berekend.

7. Achtergronden van de gekozen handelssystematiek

Alle argumenten die tot de keus van de voorgenomen handelssystematiek hebben bijgedragen worden hieronder nogmaals weer gegeven. In hoofdstuk 8 wordt vervolgens nader ingegaan op de voornaamste wijzigingen ten opzichte van het consultatiedocument van november 2000.

7.1 Euronext heeft gekozen voor het Alliantiemodel

Euronext heeft voor de verhandeling van het top-aandelensegment gekozen voor het zogenaamde 'Alliantiemodel'. Dit betreft de afspraken over een gemeenschappelijk Europees marktmodel die de acht alliantiebeurzen anderhalf jaar geleden hebben gemaakt. Dit betekent dat voor het top-aandelensegment Euronext een handelsmodel introduceert dat volledig order gedreven is. De prijsvorming van de aandelen wordt volledig bepaald door vraag en aanbod die vanuit de markt wordt gegenereerd. In dit segment is géén ruimte meer voor een, vanuit de regelgeving van de beurs, geacommodeerde functie van professionele liquiditeitsverschaffer (de hoekman). Een volledig ordergedreven markt zonder de inbreng van een professionele liquiditeitsverschaffer wordt mogelijk gemaakt door de enorme volumes die via het elektronisch orderboek van de beurs worden geleid. Met de introductie van het Alliantiemodel worden belangrijke stappen gezet op de weg naar Europese standaardisatie van de handelssystematiek van effectenbeurzen. Het Euronext Market Model (EMM), zoals dat in Amsterdam zal worden geïmplementeerd, bevatte reeds vele aspecten van het Alliantie marktmodel. Het Euronext marktmodel (EMM) vertoont zeer sterke gelijkenis met het Alliantiemodel. Euronext Parijs, wiens systeem nu de meeste gelijkenis vertoont met het EMM, behoort al diverse jaren volgens het Elkins/Mc Sherry rapport tot de beurzen met de laagste handelskosten.

*Europese
standaard:
Alliantiemodel*

*Blue chips:
orderdriven*

*Elkins/
McSherry:
Laagste kosten
in Europa*

Dit Alliantie marktmodel kent een begin van de handel door middel van een veiling, daarna doorlopende handel en tenslotte een einde dagveiling. De bijzondere positie die in Amsterdam momenteel nog wordt ingenomen door de hoeklieden, ook in de meest actieve fondsen, komt met de komst van het Alliantie marktmodel te vervallen. De rol en de toegevoegde waarde van de hoeklieden in de meer liquide fondsen is zeer beperkt en het afschaffen van deze rol in deze fondsen is ook een logisch vervolg op de stappen die de voorganger van Euronext Amsterdam, Amsterdam Exchanges, in 1997 en 1998 heeft gezet naar aanleiding van de evaluatie van het handelssysteem Amsterdam: TSA. Het afschaffen van de functie van de meest liquide fondsen zoals in de Alliantie afspraken voorzien, was voor de betrokken hoeklieden een belangrijke aanleiding om hun 'single capacity' (het verbod om met beleggers transacties te verrichten) geheel ter discussie te stellen. Ter compensatie van het verdwijnen van de functie in de meest liquide fondsen, verlangden de hoeklieden meer vrijheid en daarmee het recht om ook met niet-leden (beleggers) transacties te mogen verrichten. Dit verlangen werd evident omdat de economische basis voor het functioneren als hoekman in de traditionele betekenis in uitsluitend de minder liquide fondsen, ontbreekt. Het waren in het verleden vooral de meest liquide fondsen die een rendabele bedrijfsvoering mogelijk maakten.

*Geen rol meer
voor hoekman
in blue chips*

*Einde single
capacity nodig
en dus einde
privileges*

Het invoeren van het Alliantie marktmodel leidde derhalve tot de onvermijdelijke conclusie dat de traditionele hoekmanfunctie ook voor de overige fondsen aan een herziening en modernisering toe was. Het continueren van de oude, bestaande situatie is geen reëel alternatief. Dit wordt mede ingegeven door het feit dat de ongelijkheid aan informatie en privileges die gepaard gaan met een handelsregime die we momenteel nog voeren, maatschappelijk weerstand oproepen. De single capacity, het feit dat de hoekman uitsluitend met mede beursleden transacties mocht verrichten,

was in het verleden rechtvaardiging voor het feit dat de hoekman andere rechten had dan de overige leden. De hoekman mag met de mede beursleden immers niet om de gunst van de beleggers concurreren. Hij diende juist de handel tussen leden te bevorderen. De druk op het voortbestaan van de single capacity en vanzelfsprekend ook de wens tot harmonisatie van de regelgeving voor de Euronext markt leidde tot een herziening van de handelssystematiek van de minder liquide fondsen.

*Einde
privileges is
einde
traditionele
hoekman*

Bij het vaststellen van de handelssystematiek voor de middelgrote en kleine ondernemingen heeft Euronext getracht de handelssystematiek voor aandelen van bedrijven met minder liquiditeit op een zodanige manier vorm te geven dat de handelssegmenten natuurlijk in elkaar overvloeien. Er is derhalve voortgebouwd op de Alliantie handelssystematiek en de samenstellende elementen daarvan (veiling en doorlopende handel). Het optreden van de liquiditeitsverschaffer komt voort uit de erkenning dat de liquiditeit van sommige fondsen onvoldoende is voor doorlopende verhandeling pur sang, terwijl anderzijds is getracht zoveel mogelijk fondsen doorlopend te doen verhandelen.

*Geleidelijke
overgang
tussen
handelsvormen*

De nu gekozen handelssystematiek bewerkstelligt dat aandelen gemakkelijk van de ene wijze van verhandeling, zoals beschreven in hoofdstuk 4, kunnen doorschuiven naar een andere wijze van verhandeling. In andere effectenmarkten worden vaak voor kleinere fondsen totaal andere afgescheiden marktsegmenten opgezet die niet natuurlijk in elkaar kunnen overvloeien. Een dergelijke structuur bergt het gevaar in zich dat er een twee- of zelfs een driedeling in de markt kan ontstaan die moeilijk is te corrigeren. Het gevolg daarvan kan zijn dat de doorstroming van de ene markt naar de andere moeilijker verloopt en dat kan een zekere vorm van stigmatisering van de ene markt ten opzichte van de andere markt tot gevolg hebben. De nu gekozen systematiek biedt een veel geleidelijker overgang van volledig doorlopende handel naar 'auctions only'. De tussenvorm, doorlopende verhandeling met een liquiditeitsverschaffer, maar vooral dankzij de systematiek van spontane veilingen, bewerkstelligt dat naarmate de liquiditeit in een fonds minder wordt, er minder doorlopend en meer via de systematiek van veilingen wordt verhandeld. Voor fondsen aan de onderkant van de liquiditeitscurve is er dan de verhandeling door middel van 'auctions only', waarbij er uitsluitend op vooraf bekende momenten veilingen worden georganiseerd.

7.2 Modernisering

De gekozen systematiek levert in belangrijke mate een modernisering op van de handelssystematiek. Diverse functies die de hoekman nu handmatig verricht, worden volledig geautomatiseerd. Met het automatiseren van die taken kan de noodzaak vervallen tot het innemen van privileges. De hoekman als 'single capacity' partij komt te vervallen. De rol als liquiditeitsverschaffer wordt vervolgens aangescherpt en wordt opengesteld voor alle partijen. In plaats van de huidige beperkte kring van hoeklieden kunnen straks alle financiële intermediairs als liquiditeitsverschaffer optreden.

*Geen
handmatig
opmaken van
koersen meer*

Het geautomatiseerde veilingssysteem vervangt de hoekman bij het opmaken van de openingskoers en bij een eventuele hervatting van de handel. De subjectieve elementen hierbij, die nog verdedigbaar zijn in een systematiek van 'single capacity', worden door de automatisering verwijderd. Alle partijen hebben een gelijke invloed op de veilingprijs door het tonen van vraag en aanbod. Verborgene vraag of aanbod, waarvan momenteel sprake kan zijn indien de hoekman een saldo voor eigen rekening neemt, zal zichtbaar moeten zijn om aan de prijsvorming deel te kunnen nemen. De werking van het orderboek wordt derhalve transparanter.

Het automatisch uitvoeren van orders in doorlopende handel betekent eveneens dat het handmatig opmaken van de notering door de hoekman wordt geautomatiseerd.

Het is niet langer noodzakelijk om te wachten tot de hoekman de voorgeschreven notering ook daadwerkelijk opmaakt; bij matching worden orders direct uitgevoerd volgens duidelijke, vooraf bekend gemaakte regels.

7.3 Veiling of continu handel: bestaat dat laatste wel voor minder liquide fondsen?

Fondsen met een hele lage transactiefrequentie worden vandaag de dag verhandeld via een methodiek waarbij de hoekman een quote in het systeem *kan* inleggen waartegen hij bereid is om een transactie te doen. Het inbrengen van de quote is géén verplichting voor de hoekman en geschiedt derhalve op vrijwillige basis. Gezien de lage frequentie van transacties bij de minder liquide aandelen, sommige aandelen worden maar enkele keren per dag verhandeld (of minder), kan hier formeel feitelijk niet gesproken worden van continu verhandeling. Het is een segment waarop op elk tijdstip van de dag een transactie plaats zou kunnen vinden. De hoekman heeft momenteel géén verplichting om een prijs te maken en derhalve behoeft een transactie niet tot stand te komen. Er is ook geen sprake van automatische uitvoering. Een eindbelegger die een transactie wil doen kan momenteel geconfronteerd worden met een leeg orderboek en is dan dus niet in staat om op het door hem gewenste moment een transactie te verrichten. Het feit dat de hoekman op ieder moment van de dag bij 'matchende' orders een koers op kan maken, danwel zelf als tegenpartij op zou kunnen treden, wil niet zeggen dat er in de praktijk ook sprake is van doorlopende handel. Het idee dat momenteel alle fondsen doorlopend verhandeld worden, moet voorzien worden van de hier genoemde kanttekening. Wel kunnen momenteel transacties op ieder moment tijdens de handelsdag plaatsvinden.

*Geen
quoteplicht
voor hoekman*

*Orderboek kan
leeg zijn; soms
lange tijd
tussen
transacties*

Voor de minder liquide fondsen zijn er in de huidige handelssystematiek twee marktgegevens die de liquiditeit van fondsen belemmeren. Indien we de liquiditeit voor deze fondsen willen verbeteren, moeten deze twee gegevens worden verbeterd. Waar gaat het hier om: de spread en de beschikbaarheid van aandelen.

De spread

Een liquiditeitsverschaffer die in de markt actief is zal vanzelfsprekend willen verdienen. De verdienste wordt voor een belangrijk gedeelte verkregen door de 'spread' waartegen men in de markt handelt: de bied- en laat 'spread'. Een minder liquide aandeel met een koers van bijvoorbeeld €10 zal snel gesteld worden met een 'spread' van €9.5 tot €10.5. Een belegger die dit aandeel koopt betaalt €10.5 en indien hij dit aandeel weer zou willen verkopen kan hij bij gelijkblijvende koers en een bredere 'spread' een verkoopprijs van €9.5 realiseren. In het huidige systeem heeft de belegger, zodra hij de aankoop heeft gedaan, een ongerealiseerd verlies van 10% op zijn investering, zonder dat de markt is gewijzigd. Dit vormt een belemmering om in deze fondsen actief te zijn en als een belegger minder liquide aandelen koopt, zal hij het aandeel wellicht langer willen vasthouden in de hoop dat de tijd de marge tussen koop- en verkoopprijs weer goedmaakt. De 'spread' - zeker als die te wijd staat - kan een belangrijke factor worden om minder in dat aandeel actief te zijn.

Beschikbaarheid van aandelen

Professionele liquiditeitsverschaffers die met name de kopers van een minder liquide aandeel willen accommoderen met de afgifte van een verkoopprijs hebben meestal dat aandeel niet in voorraad (in positie). Dat betekent dat als een belegger het aandeel ook daadwerkelijk koopt, de professionele liquiditeitsverschaffers in dit aandeel 'short' moeten gaan. Echter, met de huidige druk vanuit de bestaande regelgeving om verkochte aandelen ook terstond te leveren moet de professionele liquiditeitsverschaffer wel terstond over het aandeel kunnen beschikken. Zeker bij

*Levering
aandelen kan
probleem zijn
bij short
verkoop op
quote*

minder liquide aandelen kan dit een probleem zijn. Naarmate de settlementsperiode voor aandelen korter wordt, wordt dit probleem groter. Door de druk die vanuit de beurs en de toezichthouders wordt gelegd om de verkochte aandelen ook snel te leveren, wordt de mogelijkheid voor de professionele handelaar om zich op tijd in te dekken steeds kleiner. Deze druk op de handelaar vertaalt zich snel in verbreding van de 'spread'. In dit voorbeeld ligt ook het argument besloten waarom de beurs moeilijk een voor alle fondsen geldende stelverplichting aan de professionele liquiditeitsverschaffer op kan leggen. Als het publiek blijft kopen en de liquiditeitsverschaffer steeds grotere tekortposities opbouwt, met het gevaar dat hij zich niet kan terug dekken, zal hij zijn prijs snel naar boven moeten bijstellen. Ook in dit geval zal de 'spread' snel wijder moeten worden. Dit is een specifiek probleem voor de minder liquide fondsen.

Euronext heeft het voornemen om in het nieuwe handelsconcept arrangementen te stimuleren die liquiditeitsverschaffers mogelijkzoudens willen treffen met grootaandeelhouders van de minder liquide fondsen. Grootaandeelhouders kunnen optreden als uitlener van de aandelen. Door te lenen komen aandelen beschikbaar waarmee de problematiek van het niet op tijd leveren van aandelen kan worden bestreden.

*Leen-
arrangementen
met
grootaandeelh
ouders
stimuleren*

De kostprijs van het onmiddellijk uitvoeren van een effectenorder

Het beschikbaar hebben van prijzen waartegen beleggers op elk moment van de dag aandelen kunnen kopen of verkopen, wordt ook wel de behoefte voor onmiddellijkheid genoemd (immediacy). Sommige beleggers willen gewoon niet wachten, maar een transactie onmiddellijk uitvoeren. Dit begrip – 'immediacy' – speelt met name een rol bij het uitvoeren van grote orders. Als de behoefte om die transactie onmiddellijk uitgevoerd te krijgen van doorslaggevend belang is, dan zal de belegger wellicht genoegen moeten nemen met een minder goede prijs. Een korting op de actuele koers zijn de kosten voor het onmiddellijk uitvoeren van een order; wachten kan voordelen opleveren.

De kostprijs van een effectenorder in een veiling

In het geval van de minder liquide fondsen moet men zich oprecht afvragen of de wens om onmiddellijk een transactie te kunnen doen wel relevant is. Immers, er worden per dag heel weinig transacties gedaan. Tevens moet men zich afvragen of de kosten die verbonden zijn aan het onmiddellijk uitgevoerd krijgen van een effectentransactie een prijs genereert die door de belegger zou moeten worden betaald. Naarmate er minder transacties per dag gedaan worden, wordt de 'spread' tussen koop en verkoop wijder en gaat de belegger dit meer en meer als nadeel zien: een vicieuze cirkel. Een illiquide markt zal voorts een grilliger koersverloop kunnen veroorzaken. Het handelssysteem zal bij het sterker fluctueren van de koers steeds vaker op niet van tevoren bekende momenten in de dag een veiling afdwingen, de zogenaamde spontane veilingen.

Uit het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat er nu een punt op de liquiditeitscurve van aandelen is waarop de kosten van uitvoering van een effectenorder in continue handel te hoog worden en de continue handel zijn economisch nut gaat verliezen. Het gehele systeem tendert naar een veilingssysteem; volatiliteitonderbrekingen op niet van tevoren bekende momenten van de dag veroorzaken spontane veilingen.

Een veilingmethode kent uiteindelijk géén bied- en laatprijzen, maar slechts één prijs waartegen koop- en verkooporders worden uitgevoerd. Er wordt door de beleggers geen 'spread' meer betaald. Er is geen sprake van een 'spread' omdat de beleggers in zekere zin met zich zelf handelen. Met gelijkblijvende koersen kan een belegger in

theorie op €10 kopen en ook op €10 weer verkopen. Het is theorie maar het geeft wel aan dat veilingen de vicieuze cirkel waar hiervoor over is gesproken kunnen doorbreken. De veilingmethode is ook een vorm van desintermediatie: het uit de handelsketen halen van tussenschakels. De eindbelegger handelt met de eindbelegger.

8. Vergelijking met het consultatiedocument en commentaar op enkele reacties

In vergelijking met het consultatiedocument zijn er drie belangrijke wijzigingen.

In de eerste plaats is er de reductie van het aantal transacties per jaar voorgesteld om in aanmerking te komen voor doorlopende handel zonder liquiditeitsverschaffer. Aanvankelijk werd een grens van 20.000 transacties voorgesteld. Tussentijds is in presentaties aangenomen dat wellicht een daling naar 15.000 transacties kon worden overwogen. Nu wordt uitgegaan van 5.000 transacties per jaar, dat wil zeggen ongeveer 20 transacties per dag. Deze verdere verlaging wordt mogelijk gemaakt door de introductie van een krappe marge op de dynamische referentieprijzen en de volatiliteitsdempende werking welke wij verwachten van deze maatregel uit te zullen gaan. De marge van de dynamische prijsmarge is nu dermate scherp vastgesteld dat individuele orders ook in de minder liquide fondsen géén grote koersuitslagen meer kunnen veroorzaken zonder dat er een veiling plaatsvindt. Een scherpe dynamische prijsmarge maakt verhandeling op continu basis mogelijk van fondsen met aanmerkelijk minder transacties dan aanvankelijk werd voorgesteld. Een scherpe dynamische prijsmarge die daadwerkelijk een volatiliteitsonderbreking veroorzaakt zal leiden tot een verhandeling door middel van diverse spontane veilingen, veilingen die plaatsvinden op momenten dat een orderinlegger daarom 'vraagt'. Handel is dus mogelijk op ieder moment van de dag, zij het dat mogelijk met een zekere frequentie veilingen georganiseerd zullen worden om een ordelijk koersverloop te bevorderen. Van belang is voorts geweest het besef dat momenteel in Parijs en Brussel ook fondsen continu worden verhandeld met aanmerkelijk minder dan 20.000 transacties per jaar en dat zulks geschiedt naar redelijke tevredenheid en wel volledig gebaseerd op een scherpere statische prijs. De dynamische prijsmarge kent men momenteel in Parijs en Brussel nog niet en het ligt in de lijn der verwachting dat de dynamische prijsmarge het mogelijk maakt om naar een aanmerkelijk lagere transactiegrens te gaan dan aanvankelijk werd overwogen.

Aanpassing van het criterium inzake het aantal transacties naar 5.000

Ook hebben reacties van diverse uitgevende instellingen ertoe geleid de grens niet zozeer dáár te leggen waar een liquiditeitsverschaffer *wenselijk* is, doch dáár waaronder die absoluut *noodzakelijk* is. De scherpere dynamische prijsmarge biedt beleggers bescherming tegen extreme volatiliteit die hun order zou kunnen veroorzaken. Euronext raadt de fondsen met minder dan 20.000 transacties per jaar met nadruk aan na te gaan of er wel degelijk een liquiditeitsverschaffer in hun aandeel actief zou moeten zijn. Het optreden van een liquiditeitsverschaffer zal namelijk de verhandeling van het aandeel zeker bevorderen en dat zal leiden tot minder volatiliteitsonderbrekingen. Hoewel het middel van een scherpe dynamische prijsmarge doorlopende handel mogelijk maakt, blijft het wenselijk het optreden van liquiditeitsverschaffers te stimuleren. Zonder liquiditeitsverschaffer kan er sprake zijn van een opeenvolging van spontane veilingen.

Als tweede belangrijke wijziging heeft Euronext gehoor gegeven om een liquiditeitsverschaffer in meer fondsen mogelijk te maken. Aanvankelijk was het voornemen om de toegang tot fondsen die aan de criteria voldoen voor nieuwe liquiditeitsverschaffers niet open te stellen. Inmiddels zullen in alle fondsen liquiditeitsverschaffers toegelaten worden, met uitzondering van de fondsen die in de Euronext 100 zijn opgenomen. Evenzeer conform de voorstellen van de hoeklieden zullen voor een groep meer liquide fondsen wel hogere 'spread' eisen worden gesteld. Dit geldt met name voor de fondsen die opgenomen zijn in de Next 150. De 'spread' is hier maximaal 3% en de omvang zal een relatie hebben met de gemiddelde dagomzet.

Liquiditeitsverschaffer in meer fondsen mogelijk

Tenslotte heeft Euronext ook de overige spreadeisen zoals die voor de liquiditeitsverschaffer zijn geformuleerd enigszins aangescherpt. Voor fondsen buiten de Next 150 geldt een maximale 'spread' van 4%. Achtergrond van dit besluit is de dynamische prijsmarge van 2%. Bij een maximale 'spread' van 5% zou een liquiditeitsverschaffer zijn 'quote' zodanig neer kunnen zetten dat er altijd een volatiliteitonderbreking wordt veroorzaakt alvorens zijn 'quote' wordt 'gehit/gelift'. Dit wordt als onwenselijk beoordeeld.

Aanpassingseis 'spreads'

Commentaar op enkele suggesties

De Euronext handelssystematiek is in de reacties wel vergeleken met andere markten, met name NASDAQ en AIM. Volgens sommigen zouden de voorstellen van Euronext nog verder in de richting van de handelssystematiek van deze markten moeten opschuiven, volgens anderen zou uit de werking van de genoemde markten en de overeenkomsten met de Euronext voorstellen juist blijken dat de voorstellen van Euronext in de verkeerde richting zijn. Dit zijn met name 'quote' gedreven markten terwijl Euronext een order gedreven markt is.

Vergelijking met NASDAQ en AIM onjuist

De handelssystematiek die door Euronext is gekozen is echter een fundamenteel andere dan de handelssystematiek van NASDAQ en AIM. In deze twee markten zijn per fonds meerdere market makers actief die 'quotes' afgeven en met elkaar in concurrentie zijn. Er is echter geen centraal elektronisch orderboek. Juist het elektronische orderboek vormt de kern van het systeem op Euronext. De quote van de liquiditeitsverschaffer dient de orders in het orderboek te complementeren, terwijl op NASDAQ en AIM de quotes de afwezigheid van het orderboek moeten compenseren. De quotes concurreren op NASDAQ onderling en inderdaad, in afwezigheid van een orderboek, is een dergelijke concurrentie noodzakelijk. Op Euronext concurreert de quote van de liquiditeitsverschaffer echter met de ingelegde orders. Zelfs als er dus maar één liquiditeitsverschaffer is, ondervindt deze nog steeds concurrentie van de ingelegde limietorders. Eén liquiditeitsverschaffer is voldoende, want er is concurrentie; meerdere liquiditeitsverschaffers zijn welkom. De overtuiging bestaat dat de spreads in de minder liquide fondsen in een in beginsel ordergedreven markt (Euronext) scherper zullen zijn dan de spreads in een pure quote gedreven markt. Het is onze stellige overtuiging dat de prijsvorming op Euronext dan ook aanmerkelijk beter zal zijn dan op NASDAQ en AIM. Verder opschuiven in de richting van NASDAQ en AIM is derhalve ongewenst, aangezien dit het afschaffen van het centrale orderboek met zich mee zou brengen. Indien het publiek geen orderboek meer heeft, maar alleen kan handelen op de quote van de 'professional', zullen buiten de markt om ordermatchingsystemen de zo geschapen imperfecties in de markt oplossen. Dit blijkt onder meer uit het feit dat NASDAQ de enige markt van betekenis is waar de zogenaamde ECN's, elektronische orderboeken die niet door een gereguleerde markt worden onderhouden, een groot aandeel in de omzet hebben weten te bemachtigen.

Er is ook veel gesproken over het voorstel van de hoeklieden om de anonimiteit van de orderinlegger op te heffen alleen voor de liquiditeitsverschaffer. Het belangrijkste bezwaar tegen het opheffen van anonimiteit van de orderverstrekker in een verder anoniem orderboek voor alleen een bevoorrechte groep, is dat daarmee teruggegaan zou worden naar een situatie waarin bepaalde geprivilegieerde partijen in de markt méér weten dan anderen. Euronext meent dat marktpartijen niet meer voor de betrokkenheid bij de markt mogen worden 'betaald' door ze toegang te geven tot méér informatie. Dat is een heel principieel punt. Indien een orderinlegger zijn identiteit aan een liquiditeitsverschaffer wenst mee te delen, dan kan hij deze altijd telefonisch benaderen. Er is dan maar één algemene beleidskeuze en dat is de keuze om de anonimiteit voor de gehele markt op te heffen. Is dat verstandig? Het is onze

Anonimiteit van groot belang voor werking orderboek

inschatting dat het opheffen van de anonimiteit van de orderinleggers voor de gehele markt als gevolg zal hebben dat minder intermediairs en haar klanten geneigd zullen zijn het orderboek te gebruiken. Met name zal dit gelden voor de minder liquide aandelen. De reden is dat het traceren van de herkomst van een order in een illiquide markt gemakkelijk is en wellicht verkeerd kan worden gebruikt. Het gevolg is terughoudendheid van de intermediair, minder orders in de centrale markt, bredere 'spreads' en verslechtering van het proces van prijsinformatie. De positie van het centrale orderboek verslechtert daarmee, de positie van de liquiditeitsverschaffer verbetert.

Door kleinere uitgevende instellingen is diverse malen naar voren gebracht dat hun zichtbaarheid in Euronextverband zou verminderen. Euronext is echter de stellige overtuiging toegedaan dat de introductie van het Euronext marktmodel ook de kleinere ondernemingen ten goede zal komen. Andere Europese initiatieven (zoals die van de Alliantie Frankfurt en Londen) besteedden voornamelijk aandacht aan de harmonisering van de handelsregels en de creatie van een Europese markt voor de grote fondsen, de blue chips. Een dergelijke benadering zou onherroepelijk betekenen dat de kleinere ondernemingen veroordeeld zouden worden naar een tweede rangs handelsomgeving. Er zou in Europa een soort van tweedeling in de kapitaalmarkt gaan ontstaan met verregaande gevolgen. De creatie van Euronext en de harmonisatie van alle handelsregels leidt er nu juist toe dat ook de kleinere ondernemingen een Europese markt kan worden aangeboden. De toegang tot het ene uniforme handelsplatform geldt straks voor alle leden en voor alle fondsen.

*Zichtbaarheid
kleinere
genoteerde
bedrijven*