

instellingen. De sinds ettelijke jaren gehanteerde verdeling van de courtages ad 40% voor de tussenkomende bank en 60% voor de wisselagent is volkomen onbillijk. Het is namelijk overduidelijk dat de financiële instelling die het order ontvangt (na uitgebreid advies of het regelmatig verstrekken van inlichtingen?), doorseint aan de wisselagent, de uitvoering ontvangt, voor de afrekening en – meestal – fysieke levering van effecten zorgt, in vergelijking met de wisselagent «onderbetaald» is. Het «monopolie van de wisselagenten» zou ongetwijfeld minder hevig onder vuur zijn genomen indien de courtage-verdeling evenwichtiger was geweest. Een 50/50 verhouding – waartoe nu trouwens in het kader van de Maystadt-akkoorden zonder enige tegenstand vanwege de wisselagenten is besloten – had reeds lang in werking moeten zijn. En ook bij deze 50/50 verdeling is de sector van de wisselagenten nog allesbehalve benadeeld.

Wie zich door de toetreding van de financiële instellingen tot de beurs wél kan/mag benadeeld voelen, zijn die wisselagenten wier omzet nagenoeg voor 100% was afgestemd op orders van financiële instellingen. Van hen wordt inderdaad een belangrijke aanpassing gevraagd, aanpassing waarvan ze ongetwijfeld reeds lang wisten dat ze hun boven het hoofd hing en waarvoor hun nog een ruime overgangperiode (met een slechts geleidelijke afbouw van de orders van «hun» financiële instellingen)... en vooral de mogelijkheid hun activiteit over te dragen aan een instelling, worden toegeschoven. Ongetwijfeld verloopt een en ander vrij vlot dank zij de aandacht en begeleiding die de reorganisatie van de sector van de wisselagenten krijgt, aandacht en begeleiding die niet elke sector die het voorwerp is van reorganisatie toegemeten wordt. De inspanningen en kennis van de vertegenwoordigers van de beurssector zijn daar zeker niet vreemd aan.

DE VERGRENDING VAN DE EFFECTENHANDEL*

Wilfried DIERICKX

Wilfried Dierickx, licentiaat in de Handelswetenschappen (1954), is zaakvoerder van een beursvennootschap en voorzitter van de Beurscommissie van Antwerpen. In deze functie is hij lid van de Commissie-Maystadt. Hij is de auteur van diverse publikaties over beurs- en effectenhandel.

Samenvatting

De Commissie-Maystadt, die tot taak heeft een voorontwerp van wet te maken die moet bijdragen tot de modernisering en activering van de financiële markten, werd gedomineerd door de tegenstelling in de beroepsbelangen van de wisselagenten, voortaan beursvennootschappen genoemd, en van de banken en de spaarbanken, vertegenwoordigd door de Belgische Vereniging der Banken.

Zij kwamen niet tot een akkoord over een redelijke verdeling van de beurscourtage, maar volgden het voorbeeld van Parijs, waar de financiële instellingen geleidelijk het kapitaal van de Sociétés de Bourse kunnen verwerven.

Weliswaar wordt de centrale rol van de beurs in de nationale effectenhandel in het ontwerp beklemtoond, maar concrete kostenbesparende of stimulerende maatregelen worden er niet voorgesteld. Integendeel, in tegenstelling tot de deregulerende verwachtingen wordt de controle op de beurs, de beursvennootschappen en de effectenhandel in het algemeen, versterkt. De bevoegdheid van de Bankcommissie wordt uitgebreid.

Het speculatieve gedeelte van de effectenhandel wordt het domein van sterk gespecialiseerde beursvennootschappen en van hen wordt een dynamische aanpak verwacht. Naast de commissiehandel kunnen zij ook actief worden in de emissiehandel en bij de effectenkredietverlening. Bepalingen over deontologie worden naar het beursreglement verwezen.

* De auteur steunt zich op een voorlopige versie van 6 juni 1989.

Inleiding

De belangstelling voor het beleggen in aandelen is de laatste zeven jaar in alle landen met vrije beurzen merkbaar toegenomen. De effectenhandel wordt meer grensoverschrijdend en de institutionele beleggers richten zich meer en meer tot de grote internationale waarden.

De handel buiten de beurs neemt toe. Effectenblokken veranderen voortdurend van eigenaar. Levering en betaling verlopen via effectengirocentrales en zowel de transactie als de afwikkeling ervan gebeurt quasi elektronisch.

De effectenhuizen worden belangrijker. De studieafdelingen worden versterkt om de toenemende stroom van wereldwijde financiële informatie adequaat naar de belegger-consument te vertalen.

De financiële instellingen die markt willen houden in bekende aandelen moeten over enorme financiële middelen beschikken. Een aantal grote banken nemen in verschillende financiële centra participaties in beursleden.

De stormachtige evolutie van de «geofinance» geniet de bijzondere aandacht van de media en kon derhalve niet aan het traditionele «openbare fondsen- en wisselgebeuren» in België voorbijgaan. Te meer daar na New York, Londen en Amsterdam ook Parijs aan een vernieuwing begonnen was.

Zij die menen dat de omwenteling in België zou passen in een politiek van deregulering van de financiële markten, zoals grondig geanalyseerd op het 18de Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres te Brussel in 1987, hebben het uitdenken en neerschrijven van financiële wetten en reglementen in dit land onvoldoende bestudeerd.

De verdeling van de beurscourtages

De voorgeschiedenis van de Commissie-Maystadt gaat terug tot het midden van 1987, toen een delegatie van de wisselagenten met de Belgische Vereniging der Banken besprekingen begon over een herschikking van de courtages op de beursverrichtingen. Sinds 1967 geven de wisselagenten op de beursorders die zij van de banken ontvangen een *ristorno* op de officiële courtage van 40%. Zolang een aandelenhandel weinig belangrijk was, betekenden deze inkomsten een te verwaarlozen gedeelte in het totale resultaat van de banksector. Maar na 1982 wordt de vraag van de bankiers om een grotere *ristorno* steeds dringender. Er was immers in de voorkeur van vele beleggers een verschuiving ontstaan van kasbons naar aandelen.

Men kan zich de vraag stellen hoe een Commissie-Maystadt zou gewerkt hebben indien de wisselagenten, met enig begrip voor toegevoegde waarde, een *ristorno* van niet 50% maar 75% hadden toegezegd. De uitvoering ter beurse van een bankorder is in feite een eenvoudige zaak. Maar de concessie inzake *ristorno* maakte deel uit van het pokerspel tussen beide beroepen van financiële tussenpersoon.

Op de weigering van de wisselagenten-delegatie tot verhoging van de *ristorno*, stelden de bankiers de eis van directe toegang tot de beurs, zoals de banken dat kunnen in Nederland en Duitsland. De wisselagenten stemden, onder druk van de omstandigheden, in met een indirecte toegang tot de beurs volgens een door de wet bepaalde procedure, vergelijkbaar met de procedure in Parijs. De bankiers zullen na een tijdelijke participatie van 25% vanaf 1-1-1991 het recht hebben om het totale kapitaal van een wisselagentenfirma, m.a.w. van een beursvennootschap, te controleren. Zij kunnen later ook zelfstandig met een beursvennootschap starten.

Het wederzijds wantrouwen is zo groot dat dergelijke tijdsgebonden afspraken door de wetgever moeten bekrachtigd worden. Aldus kunnen de bankiers door middel van een honderd procent participatie in een beursvennootschap een quasi honderd procent *ristorno* op de courtage van de aangebrachte orders verwerven. De aanvankelijke weigering om tot een redelijke verdeling van de courtages te komen heeft zich uiteindelijk tegen de wisselagenten gekeerd. Dit aspect van de beursevolutie in België zou men de strijd van de commerciële belangen kunnen noemen. Het gaat hier om de verdeling van ongeveer zeven miljard frank aan courtages die de Belgische wisselagenten jaarlijks aanrekenen.

Aan de wens van de bankiers om te mogen participeren in het kapitaal van een wisselagentenfirma werd schoorvoetend toegegeven, met de kennis dat Brusselse wisselagenten die in belangrijke mate voor banken opereren, bij niet-overname door een bank, in financiële moeilijkheden zouden geraken.

Men zou zich de vraag kunnen stellen of de juridische argumenten, gesteund op artikel 74 van de beurswetgeving, die de delegatie van de wisselagenten hanteerde om de toegang tot het kapitaal aan de bankiers te ontzeggen, wel steekhoudend waren. De bestaande wet zegt immers niets over de kenmerken van de stille vennoten van een wisselagentenvennootschap. Vóór 1-1-1989 kon een wisselagent alleen kiezen tussen de juridische vorm van een vennootschap onder firma, een gewone commanditaire vennootschap of een commanditaire vennootschap op aandelen. Theoretisch zou een financiële instelling, een verzekeringsmaat-

schappij of een holding kapitaal kunnen aanbrengen als stille vennoot. Van de kant van de bankiers is daarvoor in het verleden geen belangstelling geweest. De beurscommissies zijn echter meester over de lijst van de wisselagenten en bovendien verbiedt artikel 74 van de beurswetgeving aan de wisselagent om een dienstcontract met een bank te sluiten.

De kernvraag blijft: is een participatie van 25% of van 100% in het kapitaal van een wisselagent gelijk te stellen met een contract van dienstverlening zoals vermeld in artikel 74? Niemand heeft deze zaak aanhangig gemaakt bij de Raad van State en niemand zal weten of een wetswijziging in deze beperkte materie wel nodig was.

Sinds 1-1-1989 mogen de wisselagenten het beroep uitoefenen, ook in het kader van een kapitaalvennootschap, met name een naamloze vennootschap. Of de bankiers werkelijk geneigd zijn om vele wisselagenten over te kopen, moet de toekomst uitwijzen. Reeds enkele wisselagenten nemen voorbereidingen voor een bankparticipatie of overname.

Maar de stijgende belangstelling van de bankiers voor de beurshandel gaat verder dan meerderheidsparticipaties in enkele beursvennootschappen. De Belgische Vereniging der Banken is zich ervan bewust dat het onmogelijk is om een betekenisvol gedeelte van de 220 wisselagentenbedrijven door participaties te controleren. Het is uitgesloten dat meer dan de helft van de wisselagentenfirma's in de handen zouden vallen van financiële instellingen zoals banken, spaarbanken, verzekeringsmaatschappijen en buitenlandse beursmakelaars.

Tijdens de onderhandelingen in de schoot van de Commissie-Maystadt is telkens aan het licht gekomen dat de Belgische Vereniging der Banken, als drukkingsgroep, een sleutelrol wenst te spelen in de gezagsorganen van de Beurs en van de Waarborgkas van de Wisselagenten. Een gelijkaardige evolutie stelde men vast in Parijs, waar de grootbanken evenwichtig vertegenwoordigd zijn in de bestuursorganen van de Beurs.

Dit is een bijzonder belangrijk element in de evolutie van de financiële markten in België, omdat wisselagenten en bankiers grondig verschillen in hun opvatting over de centrale rol van een effectenbeurs en over de structuur van de courtagetarieven; niet alleen over de verdeling maar meer nog over het tarief voor kleine en grote orders. Kleine orders zijn voor banken onrendabel. In wezen gaat de confrontatie van beide beroepsorganisaties deels over de verdeling van de courtage-koek en deels over de invloed in de organisatie van de effectenhandel in België.

De centralisatie in de beurs

Aan de toekomst van de effectenhandel is een fundamentele keuze inzake het model van prijsvorming gebonden. Het standpunt van de delegatie van de wisselagenten, ontdaan van elk commercieel eigenbelang, schuift een model naar voren dat zoveel mogelijk beantwoordt aan de normen van de volmaakte mededinging, met representatieve koersen dank zij een groot volume en met billijke koersen wanneer alle marktpartijen de bekende limieten respecteren. Dank zij de verspreiding met elektronische middelen van de marktsituatie tijdens heel de beurszitting, wordt de markt transparant.

Dit model is alleen mogelijk wanneer de overheid bepaalt dat alle transacties via de beurs moeten verlopen. De afdwingbare centralisatie op de beurs was het keiharde standpunt van de wisselagenten.

De bankiers verdedigen een model van prijsvorming waarbij grote orders zouden terechtkomen bij effectendealers, die prijzen zouden voorstellen die van de beurskosten merkkelijk mogen verschillen en uiteraard zonder rekening te houden met de limieten van de concurrerende effectenhuizen.

De Belgische Vereniging der Banken was er in de tweede helft van 1988 in geslaagd om de start van de C.A.T.S.-notering, die aan de bovenvermelde beurscriteria grotendeels beantwoordt, te doen uitstellen. Door de blokkering van de start van C.A.T.S., wat de Beurs van Brussel enkele miljoenen frank heeft gekost, moest de wisselagentendelegatie water in de wijn doen en kwam er een moeizaam compromis tot stand, vervat in enkele monopolies.

In plaats van de onzekere omlijning van de monopolies van de wet van 1935 ten bate van de wisselagenten, voorziet het voorontwerp van Wet op de Financiële Markten twee monopolies ten gunste van de beursvennootschappen met de beurs als marktregelend organisme. Het nauwkeurig formuleren van deze monopolies was geen gemakkelijke taak. De wisselagenten vrezen dat de monopolies in de praktijk zullen omzeild worden.

Wanneer de Wet-Maystadt ten volle in werking is, waarschijnlijk 1992, zullen alle transacties, beursorders en directe handel, in genoteerde Belgische aandelen door een beursvennootschap moeten uitgevoerd worden, met uitzondering van de participatieblokken van meer dan 5%. Het is het «fundamenteel voorrecht» van de beursvennootschappen, dat echter door onze enge landsgrenzen wordt beperkt.

De verplichting die reeds in de wet van 1935 stond en door het K.B. van 10-11-1967 werd gepreciseerd, om beursorders op de beurs en niet buiten de beurs uit te voeren, wordt opnieuw duidelijk in de wet ingeschreven. Zij vormt het sluitstuk van de centralisatie van de effectenhandel op de beurs.

Alle transacties, wat ook de opdracht van de beursmakelaar, de bank of de spaarbank moge zijn, van minder dan 25 miljoen frank voor obligaties en van minder dan dertig miljoen frank voor aandelen, moeten deelnemen aan de prijsvorming op de beurs, zodat de koersen representatiever, billijker en transparanter worden dan in de huidige marktorganisatie. Bovendien zal de transparantie erbij winnen door de meldingsplicht binnen de 15 minuten van de transacties in aandelenblokken, die wegens hun omvang buiten de beurs mogen gebeuren. Het streven naar een voor economen begerenswaardige markt in volmaakte mededinging vond onvoldoende gehoor bij de leden van de Commissie-Maystadt, die te veel tijd dienden te besteden aan de verdediging van commerciële belangen en aan de ambities van de financiële tussenpersonen en instellingen.

De juridische grendels

De aanloop tot de commissie-Maystadt was een discussie tussen handelaars. Tijdens de eerste vergaderingen van de Commissie-Maystadt kwam «l'architecture du marché» aan de orde, waarmee de toekomstige organisatie van de Beurs van Brussel werd getoetst aan de realisaties en plannen in Parijs en Amsterdam.

Het volstaat niet dat handelaars afspraken maken en dat economen modellen tekenen. Uiteindelijk moet er een wetsontwerp voorbereid worden. Heel Titel V van boek I van het Wetboek van Koophandel, getiteld *Handelsbeurzen, wisselagenten en makelaars*, moet herschreven worden. Bovendien zullen de huidige beursreglementen vervallen. De statuten van de Waarborgkas en het reglement van de Bankcommissie moeten aangepast worden. Gelijktijdig met de goedkeuring van de wet moeten de beurzen, die zullen werken in de vorm van coöperatieve vennootschappen, de taak van de huidige beurzen kunnen overnemen.

Centraal in het voorontwerp staan de *beursvennootschappen*, die door bijzonder strenge eisen inzake deskundigheid en betrouwbaarheid de internationale mededinging moeten aankunnen. De voorwaarde om als beursmakelaar een beursvennootschap te leiden zijn veeleisender dan in welk ander land ook. De onduidelijke benaming *wisselagent* wordt vervangen door *effectenmakelaar* of *beursmakelaar*.

Aan de beursvennootschappen wordt het speculatieve gedeelte van de effectenhandel toevertrouwd. De bedrijvigheid omvat naast de commissiehandel ook de deelname aan de emissies van effecten en de kredietverlening verbonden met effecten. Zij worden in feite zowel door de Beurscommissie en de Bankcommissie als door de Waarborgkas gecontroleerd. Het is waarschijnlijk dat door de toename van de risico's de eigen middelen van de meeste beursvennootschappen omvangrijker zullen worden dan het door het voorontwerp gestelde bedrag van vijftig miljoen frank.

De greep van de Bankcommissie, die voortaan Bank- en Financiële Commissie zal heten, op de secundaire effectenhandel neemt toe. De Beurscommissie neemt de taak van het Comité voor de Beursnotering over.

Handelen in effecten, in de ruime zin van het woord, voor eigen rekening of voor rekening van derden is voorbehouden aan de financiële instellingen, met name de banken, de spaarbanken en de beursvennootschappen. Maar de Bankcommissie krijgt alle sleutels van de vergrendeling van de effectenhandel in handen.

De Waarborgkas van de Wisselagenten, die nog maar twee jaar operationeel is, krijgt respijt tot 1-1-1991. Dan wordt beslist of de Bankcommissie de controle op de solvabiliteit van de beursvennootschappen van de Waarborgkas zal overnemen.

De Belgische Vereniging der Banken heeft de controlebevoegdheid van de Kas voortdurend ter discussie gesteld. De wisselagenten daarentegen pleiten voor het samengaan van een deskundige, op maat gesneden controle van de beursvennootschappen en de verplichting om de tekorten van gefailleerde beursleden te dekken in de schoot van hetzelfde organisme, met name de Waarborgkas.

De Banken betwisten bovendien dat de Kas alle beroepsverbintenissen van de beursvennootschappen zou dekken. Zij willen waarschijnlijk de door hen gecontroleerde beursvennootschappen een speciaal statuut geven en ze onttrekken aan de dekking van de Kas. Dit is in tegenspraak met het EEG-standpunt.

Artikel 8 van het ontwerp van richtlijn van de EEG op «het verrichten van diensten op het gebied van belegging in effecten» vereist dat beursvennootschappen lid zijn van een algemeen compensatiestelsel dat dient tot bescherming van beleggers tegen verlies van hun geld of hun effecten als gevolg van het faillissement van een EG-beleggingsonderneming.

Even verrassend was het verzoek van de bankiers om het patrimonium van de Beurs van Brussel, een effectenportefeuille en computerinstal-

laties, dat eigendom is van de Vereniging van de leden van de Beurs, niet ter beschikking te stellen van deze leden wanneer de Beurs van Brussel vervangen wordt door een coöperatieve vennootschap *Beurs van Brussel*. Het patrimonium, dat theoretisch toegekend zou worden, zou volgens de bankiers niet mogen dienen als kapitaalbreng van de beursvennootschappen in de coöperatieve vennootschap waarvan zij lid moeten zijn. Zij vrezen het daaraan verbonden stemrecht. Waaruit blijkt dat het vertrouwen tussen de wisselagenten en de banken in de schoot van de Commissie-Maystadt vaak zoek was. Al te veel talent werd verbruikt voor twistpunten die voor de ontwikkeling van de beurshandel volslagen onbelangrijk zijn.

Het klimaat van wantrouwen is mede verantwoordelijk voor de inlassing van een arsenaal controlebepalingen in het voorontwerp. Het grootste gedeelte hoort thuis in het beursreglement of in de statuten van de Beurs of van de Waarborgkas, omdat het alleen de beursvennootschappen betreft en niet de effectenbezitters.

Wanneer men de oude wet van 1935 vergelijkt met het voorontwerp-Maystadt – met het oog op de toekomst van de effectenhandel – dan stelt men vast dat twee thema's onvoldoende aan de orde kwamen: de deontologie en de commerciële slagkracht van de beurs.

Het voorontwerp beperkt zijn bezorgdheid voor de deontologie van de financiële tussenpersonen tot de summiere bepaling dat zij de «beste uitvoering» moeten nastreven, waarbij de beursprocedure als «de beste» wordt beschouwd. Alle andere aspecten van een deontologische relatie met de beleggerscliënteel zou in elk geval nog in het beursreglement moeten komen, zoniet is de wet-Maystadt een stap achteruit. Het beursreglement geldt alleen voor de leden van de beurs. Zoals in het verleden en in meer recente wetten geeft het voorontwerp aan de effectenemittenten een voorsprong op de «beursconsumenten».

Effectenhandel is meer dan reglementen en wetten. Het is een economische bedrijvigheid die aan belang wint. In vele landen maakt effectenhandel deel uit van het exportpakket.

In Brussel moest men kiezen voor een Latijnse aanpak, strenge reglementen met zware straffen, of voor de Angelsaksische aanpak zoals in Londen en Amsterdam, waar de beurs een bedrijf mag zijn. Het resultaat was vooraf bekend. De beursorganisatie blijft in België rigide, de controles worden verdubbeld en de procedures om nieuwe initiatieven te nemen worden langzamer. Het risico zit erin dat in de dynamische omgeving van de internationale effectenhandel de Beurs van Brussel zal functioneren als

een overheidsbedrijf. Van de beloofde zelfregulering is geen spoor meer te vinden. In feite maakt het voorontwerp de Bankcommissie onrechtstreeks verantwoordelijk voor de rendabiliteit van de beurshandel.

Het zal nodig zijn dat parlementaire interventies enkele klemtonen verleggen, waardoor het mogelijk wordt op een verantwoorde wijze aan effectenhandel op krediet te doen, om nieuwe commerciële risico's te nemen.

Voor enkele belangrijke zaken was er geen tijd in de Commissie-Maystadt, o.a. de vervangbaarheid van de effecten, de pandstelling van effecten en de uitwinning ervan, de verantwoordelijkheid van de tussenpersonen inzake kwaliteit van het advies, een klachtencommissie enz.

Tenslotte bestond de Commissie-Maystadt uit professionelen uit de effectenhandel, wisselagenten, bankiers, vertegenwoordigers van spaarkassen, verzekeringsmaatschappijen en holdings, en deskundige ambtenaren. De beleggers, de beurscliënteel, waren afwezig. Men kan het merken aan hetgeen ontbreekt in het «avant-projet de loi relative aux opérations financières et aux marchés financiers».