

### *Conclusie*

Wij hebben in de loop van dit betoog een hele weg afgelegd. Vertrekkend van enkele meer algemene beschouwingen over de noodzaak van een modernisering van onze financiële markten in historisch, internationaal en Europees perspectief, zijn wij stil blijven staan bij de rol die de overheid in dit alles dient te spelen. Vervolgens overliepen wij de voornaamste troeven en handicaps van onze beursmarkt, om uiteindelijk te belanden bij de werkzaamheden die onder impuls van de Minister van Financiën plaatsvinden voor de modernisering van onze beurs- en financiële markten.

## **DE HERVORMING VAN DE BELGISCHE BEURSMARKTEN**

### **Het standpunt van de banken**

*Remi F. VERMEIREN*

Remi F. Vermeiren is licentiaat in de Handels- en Financiële Wetenschappen en volgde aan de Universiteit van New York ook het *Seminar on American Finance*. Hij is gedelegeerd bestuurder van de Kredietbank, voorzitter van de beheermaatschappijen van de door de Kredietbank beheerde beleggingsfondsen en voorzitter van de Belgische Vereniging der Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen.

### *Samenvatting*

*De reorganisatie van de Belgische beurzen is in de eerste plaats hoogstnodig omwille van de – beperkte – rol van Brussel als financieel centrum en de concurrentiekracht van de Belgische beurs. België is trouwens niet alléén om zijn financiële markten te reorganiseren en zeker niet de eerste. Deze modernisering is niet denkbaar of mogelijk zonder de financiële instellingen die een belangrijke rol spelen in diverse domeinen van het effectenverkeer daarbij te betrekken als een volwaardige partner van de andere sector(en), in casu van de sector der wisselagenten.*

*De onrechtstreekse toegang van de banken door – eventueel – de overname van een bestaande beursmakelaar en een aantal ander «begeleidende» maatregelen vormen ter zake een redelijk, zij het (onvermijdelijk) onvolmaakt compromis. Mede door deze reorganisatie zal de onbillijke verdeling van de courtages tussen makelaars en banken worden aangepast. De verdere aanpassing van de Belgische financiële markten zal hopelijk in een dagelijkse verstandhouding tussen de twee sectoren kunnen gebeuren, zonder dat daarbij al te veel corporatistische tradities de bovenhand halen.*

De hervorming van de Beurs van Brussel (en Antwerpen) wordt her en der afgeschilderd als een strijd tussen de banken en de wisselagenten, tussen Goliath en David dus, met als inzet de enkele miljarden aan makelaarslonen die elk jaar door particulieren en institutionelen worden betaald voor het uitvoeren van hun effectentransacties.

Hoewel de beurshervorming en de eventuele tegengestelde standpunten die banken en makelaars daarbij innemen natuurlijk niet los staan van de respectieve economische belangen van beide sectoren (zie verder), gaat de voormelde «populaire» voorstelling van zaken voorbij aan de fundamentele reden waarom de Belgische beurzen toe zijn aan een grondige hervorming.

Daar waar de corporatie van de makelaars geregeld stelt dat zij niet om deze hervorming vraagt – wat laat vermoeden dat ze zich in een niet oncomfortabele positie bevindt – is het het Belgisch financieel systeem, Brussel als (potentieel?) financieel centrum, dat «de» vragende partij is.

De onderliggende wetgeving, de architectuur en werking van de beurs en van het effectenverkeer in zijn geheel, en de structuur van de sector der «wisselagenten» zijn in België niet meer gewijzigd sinds nagenoeg 50 jaar (de recente – overigens lang niet zo ingrijpende – maatregelen niet te na gesproken).

Tijdens die periode is er in de economie, in de financiële wereld en in de technologie nochtans zeer veel gewijzigd, ook in het internationale beurswezen zelf. Vooral tijdens de laatste jaren ging daar de ontwikkeling zeer snel. De evolutie van de London Stock Exchange van een zoemende bijenkorf naar een leegstaand pand is een symbool van de omwenteling.

Er is nagenoeg geen enkel EG-land waar er geen sprake is van een hervorming van de financiële markten met despecialisatie, fusies, elektronische beurshandel, ruimere openingsuren, stroomlijning van het effectenverkeer enz. als leitmotieven. Waarom zou de Belgische beurs dan kunnen/mogen ontsnappen aan deze trend? De Belgische effectenmarkt met haar overdreven groot aantal makelaars (ongeveer 5 maal meer dan in Frankrijk!), haar verouderde werkwijzen, haar gebrek aan een degelijk functionerend clearing- en bewakingssysteem, haar gebrek aan een volwaardige optie en/of futures-markt?

De Belgische beurzen mogen/kunnen deze internationale ontwikkeling niet aan zich laten voorbijgaan, omdat ze anders dreigen te verschrompelen, als het ware leeggezogen worden door beter functionerende, goedkopere, eventueel fiscaal voordeliger, beter informerende, markten in andere EG-landen. De grote interne Europese markt zal immers ook op

dat vlak aanleiding geven tot toenemende concurrentie en vervolgens eventueel tot dominantie van de efficiëntsten.

De hervorming waar de Belgische beurzen dus aan toe zijn, kan onmogelijk gebeuren zonder die sector erbij te betrekken die het grootste deel van de beursorders verzamelt, een belangrijke rol speelt in de «buiten beurs» handel, en een leidende positie inneemt in andere domeinen van het effectenbedrijf (bewaring, regularisatieverrichtingen, adviesverstrekking, innovatie enz.). Dat behoeft geen betoog. Te meer daar die sector – de banken en andere financiële instellingen dus – mee de niet onaanzienlijke financiële middelen kan aanbrengen die nodig zijn om de effectenmarkt en alles erom heen te moderniseren.

De financiële sector wil en kan slechts volwaardig bij de hervorming van de beurs worden betrokken wanneer een zekere integratie van de bank- en beurssector wordt verwezenlijkt, zodat samenwerking eerder dan confrontatie mogelijk wordt. Het belangrijkste onderdeel van deze integratie is, benevens een zeker *de facto* veelal reeds bestaande, verruiming van het actieterrein van de makelaars, de «opheffing van het monopolie van de wisselagenten». Dat monopolie, dat zich institutioneel uit(te) in het optreden van enkel fysieke personen als wisselagent, en economisch in een vastgestelde verdeelsleutel van 60/40 van de beurscourtages, is niet (meer) aanvaardbaar.

Niet meer aanvaardbaar, omdat in het licht van de bovenvermelde concurrentie tussen financiële markten, de mede daarom noodzakelijke aanzienlijke investeringen en de toenemende risico's verbonden aan de steeds grotere en ingewikkelde transacties, een «institutionalisering» en schaalvergroting van de sector van de wisselagenten noodzakelijk zijn. Concreet houdt dit het toelaten in van instellingen tot het beroep van beursmakelaar, het optreden van alle makelaars in de vorm van een rechtspersoon met een opgelegd minimumkapitaal, solvabiliteitsregels, publikatie van jaarrekeningen enz.

Dat toetreden van de financiële instellingen tot de beurs zal in België dus «onrechtstreeks» dienen te gebeuren. In een eerste fase (tot 1992) zal dit enkel kunnen gebeuren door te participeren in een door de huidige beursmakelaars op te richten vennootschap. Als overgangmaatregel is dit aanvaardbaar. Minder aanvaardbaar is dat deze onrechtstreekse participatie ook wordt aangewend om de notie «beursmakelaar = fysieke persoon» in stand te houden. Daar bestaan geen goede juridische of economische argumenten voor. Ook niet uit het oogpunt van de cliënt, want het «protocol» tussen de aandeelhouder van de beursvennootschap en de in de vennootschap actieve beursmakelaar waarmee men de onaf-

hankelijkheid en objectiviteit van deze laatste wil vrijwaren, kan/mag slechts een reeks van deontologische regels zijn die ook binnen een financiële instelling voor het personeel van die instelling bestaat. Trouwens, in beide gevallen is het vooral «de markt» die inbreuken op die deontologie zal afschaffen.

Men kan zich overigens afvragen of de wisselagenten werkelijk baat zullen hebben bij de onrechtstreekse toegang tot de beurs van financiële instellingen (behoudens dan natuurlijk degenen die van de gelegenheid gebruik maken om hun activiteit aan een financiële instelling over te dragen). De makelaarsactiviteit, volledig geïntegreerd in een grote financiële instelling, zou voor de «onafhankelijke» beursmakelaar waarschijnlijk een minder te duchten concurrent geworden zijn dan de aparte entiteit, weliswaar gecontroleerd door een instelling, maar die zich inzake specialisatie en motivatie van haar personeel op het niveau kan hijsen van de zelfstandige makelaar.

Overigens biedt de onrechtstreekse toegang voor iedereen, zowel de betrokken instellingen, makelaars als de controlerende autoriteiten, voordelen op het vlak van risicobewaking, vastleggen van verantwoordelijkheden, duidelijke rapportering e.d.m. Die rapportering zou door alle beursvennootschappen aan één enkele, eenzelfde controle instantie moeten gebeuren. Dat de beursvennootschappen waarin financiële instellingen deelnemen én aan het toezicht van de Waarborgkas én aan de controle vanwege de Bankcommissie (die de filialen van haar «onderdanen» even scherp in het oog houdt als haar «onderdanen» zelf) zouden worden onderworpen, terwijl de andere beursvennootschappen enkel onder het toezicht zouden staan van de Waarborgkas, is onverantwoord en onnodig.

Dat de sector der wisselagenten halsstarrig vasthoudt aan «zijn» Waarborgkas, illustreert enigszins een zeker «corporatisme» waarvan veel wisselagenten zich nog niet hebben losgemaakt. Eén enkel controle-orgaan, bij voorkeur de verruimde Bankcommissie, zou met het oog op een gelijke behandeling van alle beursvennootschappen en mede om redenen van efficiency meer dan aangewezen zijn. Het is voor de banken dan ook essentieel dat de overdracht van de controlebevoegdheden van de Waarborgkas aan de Commissie voor Bank- en Financieuzen effectief gebeurt in de komende jaren.

Voor de eerstkomende maanden staan er nog belangrijker punten op de agenda, met name vooral het opstellen van de statuten van de nieuwe beursautoriteit: de *Vennootschap van de Beurs van Brussel*, of Beursvennootschap met een grote B.

De vertegenwoordiging in de bestuursorganen van alle beursvennootschappen in verhouding tot hun omzet op de beurs en hun bijdrage tot de financiering van de beursactiviteit, in combinatie met de billijke vertegenwoordiging van zowel kleine als grotere beursmakelaars, is daarbij een van de belangrijkste doelstellingen.

Nu de wisselagenten wensen over te gaan tot de verdeling van het patrimonium van de huidige «Beurs» onder de huidige wisselagenten (maar cfr. wisselagenten die hun activiteit vroeger hebben beëindigd of overleden zijn zonder dat hun erfgenamen hun aandeel in het patrimonium konden recupereren...), mag worden gehoopt dat men met een nieuwe lei zal willen starten zonder al te veel overdrachten van «verworven rechten» en belangen uit het verleden.

Het is voor de banken een «must» dat, door de verdeling van de aandelen in het huidig beurspatrimonium aan de huidige wisselagenten, niet opnieuw wordt getracht een «numerus clausus» in te voeren door bijv. te stellen dat elke wisselagent (en zijn beursvennootschap) minimum over x aandelen dient te beschikken om een volwaardige activiteit op de beurs uit te oefenen. Door het aantal aandelen waarover elke beursvennootschap moet beschikken op een bepaald niveau te stellen en hetzij meteen, hetzij in de toekomst, geen of onvoldoende aandelen te (willen) creëren, zou men ofwel het aantal beursvennootschappen kunnen beperken of althans de beursomzet die kan geconcentreerd worden in een vennootschap, aan banden kunnen leggen. Dergelijke numerus clausus is in de onderhandelingen steeds, mede door de vertegenwoordigers van het Ministerie van Financiën, afgewezen en kan nu niet via een achterpoortje worden ingevoerd. Het zou trouwens de ontwikkeling van de Brusselse beurs niet ten goede komen. Enkel objectieve toetredingscriteria zoals die voor andere sectoren en in andere landen gelden inzake minimumkapitaal, een voldoende kennis en uitrusting, zijn aanvaardbaar.

De toetreding van nieuwe beursvennootschappen of het aan banden leggen van de ontwikkeling van bestaande zou trouwens de financiering van de modernisering van de beurs en van het hele effectenverkeer niet ten goede komen. Want die modernisering zou in de komende jaren wel eens enkele miljarden kunnen kosten. O.m. een systeem van order-routing en van afwikkeling («clearing») van de operaties zal ogetwijfeld duur uitvallen.

Daarmee zijn we even bij de financiële aspecten aangeland. We zegden reeds dat courtage-verdeling wel een rol, maar geen primordiale, speelt/ heeft gespeeld in de onderhandelingen tussen wisselagenten en financiële

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.