

Nederlandse samenvatting

“Prijsvorming van de koersen is overal belangrijk, het is de essentie van het beurswezen”, benadrukken een aantal vooraanstaande persoonlijkheden uit de Belgische beurswereld. Het bepalen van de titels die voor prijsvorming in aanmerking komen en het eigenlijk vaststellen van de prijzen zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Doorheen de evolutie van het Belgische beurswezen, werden beide facetten beïnvloed door de globale visie van de bewindvoerders op de economische structuren in het algemeen en de beurs in het bijzonder. Deze studie belicht de wetgeving en reglementering waaraan de toelating tot de beurs en de vaststelling van de prijzen onderworpen waren tijdens de take-off fase van het moderne Belgische beurswezen en de verdere 19de eeuw. Met als rode draad de verschillende politieke machthebbers die België tijdens deze periode kende, staat centraal de slingerbeweging tussen absolute vrijheid en strikte reglementering van toepassing op het noteren van titels aan de beurs. Veel aandacht gaat ook uit naar de beurshervorming van 1867 die een aantal krachtlijnen uitzette die het beurswezen tientallen jaren bleef beheersen.

Inleiding

In de inleiding van zijn indrukwekkende studie “What is an exchange?” blikt Ruben Lee nostalgisch terug op de periode waarin de beurs nog niet was overgenomen door weinig transparante informaticatoepassingen, en er volgens hem nog geen controverse bestond over het bestaan en de werking van de beurs. Hij gaat zeer uitvoerig in op de grote institutionele hervormingen en verschuivingen die de beurzen hebben moeten ondergaan om de voortsnellende informatisering van onze maatschappij te kunnen bij benen. Dit laatste heeft in vele gevallen aanleiding gegeven tot onduidelijke reglementen en procedures, die de controle van het functioneren van de beurs op de helling hebben gezet (Lee, 2000, p.6-9). Het zich aanpassen aan gewezigde normen en waarden is echter niets nieuws voor de beurs, evenmin als de (controle)problemen die dat met zich meebrengt.

Deze bijdrage heeft als doel om de aanpassingen en hervormingen die de Belgische beurzen hebben doorgemaakt in de loop van de 19de eeuw te toetsen aan een facet van de beurswerking dat tot vandaag dominant aanwezig is gebleven op zowat alle grote beurzen : het vaststellen van de beurskoersen. Reeds in 1864 benadrukte Limaige in zijn boek “La bourse et les agents de change” het belang van prijsvorming en opstellen van koerslijsten zowel voor het functioneren van de beurs als voor het bewaren van het vertrouwen van de beleggers (Limaige, 1864, p.6). Op de vooravond van Wereldoorlog I noemde een Amerikaans auteur *het bepalen van de prijs de bestaansreden van de beurs* (Van Antwerp, 1913, p.5). Aan het begin van de 21ste eeuw blijkt uit verschillende interviews met een aantal beurspecialisten, dat het vormen van de prijs nog steeds als de kern van de beurs wordt beschouwd. Om het met de woorden van Wilfried Dierickx en Walter Van Glabbeek te zeggen: “Prijsvorming van de koersen is overal belangrijk, het is de essentie van het beurswezen”².

¹ Onze dank gaat uit naar Dr. Buelens, Prof. Devos, Prof. Houtman-De Smedt, Prof. Cuyvers, Prof. Deceuster en Prof. Annaert, evenals Dan Maertens (Euronext) voor de tips en nuttige opmerkingen. Deze studie werd mede mogelijk gemaakt door de gegevens verzameld door het Studiecentrum voor Onderneming en Beurs dat in 1999 werd opgericht aan de Universiteit Antwerpen en een beursdatabank ontwikkelde met historische reeksen van aandelenkoersen, dividendgegevens, enz.

² Wilfried Dierickx is bestuursvoorzitter van het beurshuis Dierickx, Leys & Cie. Dierickx was van 1976 tot 1981 voorzitter van de beurs van Antwerpen. Het interview werd afgenomen op 15 februari 2001 te Antwerpen. Verder werden er interviews afgenomen van Jean Reyers (oud-voorzitter van de Brusselse beurscommissie) en Walter Van Glabbeek die als wisselagent lange tijd in de Brusselse beurscommissie zetelde.

Bij het ontstaan van het moderne beurswezen in het begin van de 19de eeuw was het voor alle betrokken partijen een aftasten en zoeken naar de beste methode om deze koersvorming zo vlot mogelijk te laten verlopen. Daarbij moest er gezocht worden naar een evenwicht tussen enerzijds de ontwikkeling van de beurs en de belangen van de aan de beurs verbonden makelaars en anderzijds het beschermen van de beleggers en de financiële en economische doelstellingen van de staat. Al gauw bleek dat beide polen moeilijk met elkaar te verzoenen waren en dat het opstellen van de koerslijsten een permanente bron voor conflicten vormde tussen beurs, voogdijminister en publieke opinie. De slingerbeweging tussen strikte reglementering en absolute vrijheid is een steeds weerkerend fenomeen in de beurswereld, dat niet enkel in de 19de eeuw valt vast te stellen, maar dat ook vandaag nog het debat blijft overheersen (Lee, 2000, p.250-255).

De take-off fase van de koersnoteringen aan de Belgische beurzen en de hiermee gepaard gaande moeilijkheden en conflicten vormen het onderwerp van deze studie.

Een aantal struikelblokken en de manier waarop de betrokken partijen hiermee omsprongen worden van naderbij bekeken. De controle vormde een steeds terugkerend probleem, niet enkel wat betreft het opstellen van de koersen, maar ook met betrekking tot de bedrijven waarvan de aandelen in aanmerking kwamen om tot de koersnotering te worden toegelaten. Ook de tegenstelling tussen de officiële en officieuze koerslijsten en het relatieve van deze begrippen, die de (on)rechtstreekse aanleiding waren tot belangrijke beurshervormingen in de tweede helft van de 19de eeuw, mogen niet uit het oog worden verloren.

Aan de hand van drie sterk uiteenlopende periodes op het gebied van wetgeving en reglementering wordt er getracht te achterhalen welke methode de meeste reële garanties bood voor het publiek, en welke de nadelen waren van de verschillende systemen.

Na een korte inleiding waarin een aantal essentiële begrippen worden verduidelijkt, gaat deze studie dieper in op het wettelijke en reglementaire kader waarbinnen het opstellen van de koerslijsten diende te gebeuren. Hierbij gaat de aandacht vooral uit naar de reeds vermelde wisselwerking tussen de beurs en de wetgevende overheid, waarbij ook de rol van de kamers van koophandel (KvK), een belangrijk adviesorgaan, niet wordt vergeten. Deze studie is op te delen in een aantal grote periodes met elk hun eigen kenmerken en problemen. Deze periodes vallen in grote lijnen samen met de politieke verschuivingen die zich in België in de loop van de 19de eeuw voordeden. Er wordt gestart met de Franse overheersing, waarbij vanaf juli 1801 de eerste moderne beurzen in België werden opricht. In een tweede deel komt het Nederlandse regime en de gewijzigde houding ten overstaan van buitenlandse titels aan bod. De Belgische periode wordt omwille van zijn omvang in twee opgedeeld. In het eerste deel, dat start vlak na de Belgische onafhankelijkheid en loopt tot de beurshervorming van 1867, wordt er allereerst dieper ingegaan op de moeilijke procedure die ondernemingen dienden te doorlopen om toegelaten te worden tot de beursnotering. Vervolgens wordt deze problematiek onderzocht in het ruimere kader van de buitenlandse titels. Deze eerste periode wordt afgerond met een blik op de wijze waarop de koersen aan de Belgische beurzen werden vastgesteld.

De aanloop en de uitwerking van de beurshervorming van 1867 vormen het onderwerp van het tweede luik. De rol van katalisator gespeeld door het internationale handelsverdrag met Frankrijk (1861), staat hier centraal. Bij de uitwerking van de uiteindelijke beurshervorming wordt er ook aandacht besteed aan de alternatieven voor een volledige liberalisering van het beurswezen die ter tafel lagen, maar die onder druk van minister van Justitie Bara³ werden opgeborgen. Met een korte blik op de gevolgen van de beurshervorming wordt deze studie afgerond.

³ Jules Bara (Doornik 23/8/1835-26/6/1900 Sint-Joost-ten-Noode). Hij was doctor in de rechten en de politieke en administratieve wetenschappen. Hij was liberaal volksvertegenwoordiger voor het arrondissement Doornik. Hij was minister van Justitie van 12/11/1864 tot 2/7/1870 en van 19/6/1878 tot 16/6/1884.

De belangrijkste archieven die voor dit onderzoek werden doorgenomen, zijn de uitgebreide administratieve dossiers met betrekking tot het beurswezen, bewaard op het ministerie van Buitenlandse Zaken (AMBZ). Deze werden aangevuld met documenten afkomstig van de diensten van het ministerie van Financiën (MF), raadpleegbaar in het Algemeen Rijksarchief. Een aantal kleinere archieffondsen afkomstig van de beursinstellingen zelf en de parlementaire handelingen en documenten (PHK, PDK) vervolledigen dit korte overzicht.

Wetenschappelijke literatuur over deze thematiek is quasi onbestaande. Een zeer interessante uitzondering hierop wordt gevormd door het artikel van professor G. Vanthemsche dat is opgenomen in het boek *Ter Beurze* (Vanthemsche, 1992, pp. 215-233). Verder boden enkel een aantal studies van 19de eeuwse auteurs, zoals de zeer interessante bijdrage van Charles Thiebault op het internationaal economisch congres te Bergen, een uitkomst om de archiefinformatie in een juiste context te plaatsen.

Het spreekt voor zich dat de evolutie van het Belgische beurswezen niet als een geïsoleerd gegeven kan worden beschouwd of louter door endogene factoren moet worden verklaard. Uit verschillende bronnen blijkt dat de wetgever en de publieke opinie bij het ijveren voor en uittekenen van beurshervormingen zich in hoge mate lieten inspireren door de buitenlandse voorbeelden. Hierbij werden voornamelijk de beurzen van Londen en Parijs als referentiepunten beschouwd (Landry, 1913, p.14). Daarnaast lagen de genomen beslissingen op het vlak van de beurs ingebed in de bredere (liberale) economische theorieën die op dat ogenblik in o.a. Frankrijk, Groot-Brittannië en België overheersten. Waar de Belgische economische opvattingen aanvankelijk nauw aansloten bij de door Napoleon Bonaparte opgelegde Saint-Simonistische idealen, gingen invloedrijke Belgische theoretici zoals Gustave De Molinari of Emile de Laveleye in de tweede helft van de 19de eeuw gretig weerklank vinden bij de Belgische politieke elite. Zelf baseerden zij zich voornamelijk op de geschriften van hun beroemde Britse en Franse collega's zoals Adam Smith, David Ricardo, Jeremias Bentham of Frédéric Bastiat om er maar enkele te noemen (Vandewalle, 1990, 473p.). De comperatieve geschiedenis van het Europese beurswezen is een tot op heden ongeschreven studie⁴. In verschillende landen houden onderzoekers zoals Randal Michie (GB), Robert Sobel, Richard Teweles en Edward Bradley (VS) of Cyril Hautcoeur (Fr.) zich wel bezig met beursonderzoek in hun land, maar een overkoepelende studie is hier nog niet uit voortgevloeid. (Voor de huidige situatie is er met de studie van Ruben Lee wel een dergelijk referentiewerk voor handen). Het valt dan ook buiten het opzet van deze beknopte studie om deze historische vergelijking hier te maken. In de loop van het discours zal waar nodig wel naar buitenlandse parallellen of verschillen verwezen worden om zo beter de Belgische situatie te begrijpen.

Alvorens deze studie aan te vangen dient één belangrijke term die zowat alle publicaties over de beurswereld beheerst, en ook centraal staat in deze studie, nader te worden verklaard : de "Cote". Deze Franse term beschikt eigenlijk niet over een geschikte Nederlandse vertaling. Volgens de Grand Robert moet men de term begrijpen als "koersen vastgesteld door de wisselagenten van de waarden die in het *parket* verhandeld worden". In zijn prestigieuze "Code de la Bourse" omschreef Bastiné de term als volgt "*La cote officielle est pour les effets publics ce que les mercuriales (wekelijkse officiële prijsnotering) sont pour les marchés de denrées et marchandises (Bastiné, 1876, p.39)*". De *cote* is dus een overzicht van de verschillende koersen waartegen op een bepaalde dag of binnen een bepaalde periode door de wisselagenten transacties op de beurs werden uitgevoerd. De bepaling dat deze verhandeling op het parket⁵ moet plaatsvinden is een latere aanvulling die niet van toepassing is voor het grootste deel van de hier behandelde periode. De term impliceert meteen ook een officieel karakter, aangezien Van Dale naast het werkwoord "coteren" (een synoniem van noteren)

⁴ Hamilton Dundas geeft in zijn werk "Stockbroking today" wel een duidelijk vergelijkend overzicht voor 1968 maar gaat niet dieper in op de mogelijke historische parallel (Hamilton, 1968, p.240-303).

⁵ In het Franse beurssysteem, dat ook in België van kracht was, betekende een parket een afgebakende plaats in de beurs, waar de wisselagenten samenkwamen om openbaar de koers van de verhandelde titels te bepalen. In België beschikte lange tijd alleen Brussel (vanaf 1840) over een dergelijk parket.

de volgende betekenis opneemt : “toelaten en opnemen in de officiële noteringslijst”. In de 19de eeuw werd de term “cote” echter ook gebruikt voor lijsten met koersgegevens die niet door officieel aangestelde wisselagenten waren opgesteld, maar de resultaten vormden van transacties in parallelle beurscircuits. De voorwaarden die men nodig achtte om de term “officieel” te kunnen hanteren waren overigens, zoals verder blijkt, zelf stof tot discussie.

Een cote is dus een verzameling van koersen van titels die gecoteerd worden aan de beurs. De koers van een aandeel of obligatie staat dan synoniem voor de prijs waartegen de verhandeling van deze titels gebeurt. “*On entend par cours, le prix moyen auquel des effets publics ou autres papiers commercçables ont été offerts, ou demandés, ou négociés à la bourse (Bastiné, 1876, p.39)*” kunnen we bij Bastiné lezen.

De vroegste periode : Liberté, althans voor de wisselagenten (1795 – 1815)

Onder het Franse regime, werd de beurs aan een zeer strenge reglementering onderworpen. Er konden in het Franse Rijk geen beurzen worden geopend, noch wisselagenten of makelaars worden benoemd, zonder de expliciete toestemming van de overheid. Deze strenge reglementeringsdrang van de Fransen moet gekaderd worden in een aantal grote speculatieve schandalen die de Europese financiële wereld in de loop van de 18de eeuw kreeg te verwerken. Kende Groot-Brittannië zijn South Sea Bubble, dan bleef Frankrijk met een grote kater achter na de speculatieve operaties van John Law en de Mississippi Compagnie. Ondanks dit strenge regime golden deze strikte bepalingen niet voor het opstellen van de cote en het noteren van de koersen. In de “Code de Commerce” (1807) werden in twee belangrijke artikels enkel de krachtlijnen vastgelegd die de wisselagenten belasten met deze taken. Deze visie vormde tot zeer recent de basis voor het opstellen en vastleggen van de beurskoersen⁶. De concrete uitvoering van deze bepalingen liet de “Code de Commerce” over aan de lokale reglementen van de verschillende beurzen.

Art. 72 : Le résultat des négociations et des transactions qui s’opèrent dans la bourse, détermine le cours du change, des marchandises, des assurances, du fret ou nolis, du prix des transports par terre ou par eau, des effets publics et autres dont le cours est susceptible d’être coté.

Art. 73 : Ces divers cours sont constatés par les agents de change et courtiers, dans la forme prescrite par les règlements de police généraux ou particuliers (Code de Commerce, 1807).

De Franse overheid meende dat na een strikte selectie voor de benoeming tot wisselagent, het niet nodig was om nog eens extra bepalingen op te leggen betreffende de titels die op de beurs mochten genoteerd worden of de wijze waarop de koersen precies dienden te worden bepaald. Dit alles werd het alleenrecht van de Syndikale Kamers (SK) die hierin aan niemand verantwoording schuldig waren. De zeldzaamheid waarmee titels, of het nu ging om aandelen of obligaties, ter notering werden aangeboden, speelde een belangrijke rol bij de beslissing van de Franse overheid om niet dieper in te gaan op deze kwestie⁷. De notering van industriële aandelen of obligaties was immers helemaal niet ingeburgerd op het ogenblik dat de Franse wetgeving werd uitgewerkt.

Vreemd genoeg lijken ook de lokale beursreglementen weinig aandacht te besteden aan de precieze uitwerking van deze bepalingen. In de oudste reglementen van de beurzen van Antwerpen en Brussel werd er enkel opgenomen dat de makelaars en wisselagenten aan het einde van elke beursdag verantwoordelijk waren voor het opstellen van de beurskoersen. Men doelde hier niet enkel op de koersen

⁶ Het aanpassen van de Belgische beurswetgeving aan de nieuwe Europese richtlijnen en het omvormen van het Belgische beurswezen in het kader van de toenemende informatisering in de loop van de jaren 1990, maakte dat niet langer de wisselagenten, maar het directiecomité als inrichter van de markten verantwoordelijk werd voor het vastleggen van de koersen (Taevernier, 1997, pp.143-178).

van aandelen of obligaties, maar ook het opstellen van de prijzen van goederen, goud en zilver werd onder dezelfde bepalingen gevat. Elke zaterdag werd er ook een algemeen overzicht van alle transacties gedurende de voorbije week opgesteld. Deze nota moest ter goedkeuring worden voorgelegd aan de Rechtbank van Koophandel en de SK mocht ze nadien publiceren in de vorm die haar het meest geschikt leek (RAA, J 194B, beursreglement). In het Brusselse beursreglement werd er bepaald dat de voorzitter van de SK belast werd met het uithangen van de koersen aan de ingang van de beurs en ze, indien gewenst, ook kon laten afdrukken en verspreiden (AMBZ, 2280, reglement Brussel). Gelijkaardige bepalingen treffen we ook aan in de reglementen van bijvoorbeeld de beurs van Parijs of Amsterdam (Bozérian, 1856, p.60-66).

Noch in deze reglementen, noch in de algemene wettelijke bepalingen werden er echter voorwaarden geformuleerd die bepaalden welke titels al dan niet mochten worden toegelaten tot de beurs. De vrijheid van de wisselagenten indachtig kan men dus veronderstellen dat de wisselagenten, in de persoon van de SK, volkomen autonoom konden beslissen welke titels tot de beurs werden toegelaten. In die zin beschikten de SK toen reeds over vrijheden, die ze pas opnieuw zou verwerven met de beurshervorming van 1867. De voorstelling als zou onder het Franse regime alles zeer strikt gereguleerd geweest zijn is dus zeker niet van toepassing op het opstellen van de cote en alles wat daarmee samenhangt. De controle bij het opstellen van de cote, was op een kleine rol voor de Rechtbank van Koophandel na, eigenlijk onbestaande.

Hoe de cote in deze periode precies werd opgesteld is niet echt duidelijk en is op basis van het beschikbare bronnenmateriaal moeilijk te achterhalen. Er was in die periode zeker nog geen sprake van een openbare vaststelling van de cote, zoals dat vanaf 1840 op de Brusselse en nog vroeger op de Parijse beurs het geval was⁸. Men kan veronderstellen dat, net als in de latere periode in Antwerpen, de beslotenheid van het bureau van de wisselagenten hier een uitkomst bood. Volgens het beursreglement van 14 Prairial an XI (3/6/1803) was de beurs geopend van 12.00 tot 13.30 en werden de koerslijsten onder het toezicht van de KvK elke maandag en donderdag opgemaakt (RAA, J 216A, 3/6/1803). In de latere beursreglementen zijn deze bepalingen niet meer terug te vinden en kan men enkel met zekerheid stellen dat het in Antwerpen omstreeks 1830 de gewoonte was dat de wisselagenten zich na de beursdag terugtrokken in hun bureau om daar met gesloten deuren de cote op te stellen. Deze cote werd dan ook pas de dag nadien uitgehangen op de beurs, zodat van onmiddellijke controle door de cliënten geen sprake was (AMBZ, nr.2278, 7/10/1839). Nochtans hechtte de Franse wetgever veel belang aan de publicatie van de cote, die men als een garantie beschouwde voor het vaststellen van de juiste prijzen zodat de cliënten niet voor verrassingen kwamen te staan. Deze cote werd ook beschouwd als een indicatie voor de toestand van de “*marché des affaires*” in de verschillende beurssteden (AGR, MF, nr.378, 3/1861).

De krachtlijnen die het opstellen van de cote ook in de toekomst zouden blijven overheersen, waren in deze periode reeds duidelijk aanwezig. In de eerste plaats werden voor het opstellen van de cote enkel die transacties in overweging genomen die effectief werden uitgevoerd op de beurs en per definitie werden afgehandeld door officieel benoemde makelaars. Een tweede belangrijk punt was dat de koersen door dezelfde functionarissen werden opgesteld en dat ze hierbij enkel onder controle van de SK stonden. Een laatste gegeven was dat de SK verantwoordelijk was voor de publicatie van de cote en reglementair verplicht werd om deze openbaar te maken.

Het Nederlandse regime en de eerste belemmeringen (1815-1830)

⁷ Op 22/8/1812 stonden er aan de beurs van Antwerpen 25 obligaties genoteerd en 1 aandeel, gedefinieerd als “*Empire français : actions de la Banque*” (Feuille d’affiches, annonces et avis, 22/8/1812).

⁸ Vanaf 1840 beschikte de beurs van Brussel als eerste Belgische beurs over een parket, waar de koersen via de “*criée*” publiekelijk werden opgesteld (zie verder).

Bij het aantreden van Willem I in 1815 werd de beurswetgeving op twee belangrijke punten bijgestuurd. De Nederlandse vorst onttrok het benoemingsrecht aan de centrale overheid. Voortaan waren de gemeenten verantwoordelijk voor de benoeming van makelaars en wisselagenten. Een tweede aanpassing situeerde zich op het vlak van de beursnotering. Daar waar het Franse regime geen bepalingen oplegde ten aanzien van de aard van de titels die toelating kregen tot de beurs, achtte Willem I het wel nodig om hier een aantal richtlijnen in wetteksten om te zetten. De financiële toestand van het rijk maakte een snel ingrijpen noodzakelijk. De nieuwe staat had dringend fondsen nodig om zowel in de noordelijke als de zuidelijke provincies van het Verenigd Koninkrijk der Nederlanden de economie nieuw leven in te blazen en de aanzienlijke staatsschuld na de Franse overheersing aan te zuiveren. De zuidelijke provincies leden ook zwaar onder het verlies van het Franse afzetgebied voor hun producten (Demoulin R., 1938, pp. 15-19).

In de verantwoording bij de wet van 21 april 1816 stelde Willem I dat hij niet langer kon dulden dat noodzakelijke fondsen voor de nationale landbouw en industriële ontwikkeling via de investeringen in buitenlandse titels werden afgeleid naar het buitenland. De nieuwe wet bepaalde dat er voortaan geen buitenlandse leningen meer mochten worden afgesloten en stelde bovendien een verbod in op de handel in titels van dergelijke leningen tenzij men over de expliciete toestemming van de koning beschikte. Deze bepalingen golden niet enkel voor leningen aan andere staten, maar waren ook van toepassing op “particulieren” die in het buitenland gedomicilieerd waren (privépersonen of ondernemingen) (AGR, MF, nr.378, 3/1861). De wet van 31 mei 1824 vaardigde nog een aantal extra maatregelen uit om het aankopen van buitenlandse titels nog verder te ontraden. Een hele reeks administraties zoals gemeenten, provincies of instellingen als de wezenkamers of de kerkfabrieken werd het verboden nieuwe buitenlandse titels in hun portefeuille op te nemen zonder voorafgaande toestemming van de koning. Daarenboven werden de successierechten op deze titels opgetrokken tot 50% (Chlepnier, 1926, pp.23-26). Deze bepalingen vallen volledig binnen de economische opvattingen die in deze periode in grote delen van Europa overheersten. Met uitzondering van de Engelse beurzen, die volledig autonoom functioneerden, namen de meeste andere landen zoals Frankrijk, Oostenrijk of Pruisen eveneens maatregelen tegen de bij speculanten zeer populaire buitenlandse titels (Landry, 1913, p.14-16).

Voortaan beslisten de wisselagenten of de SK dus niet meer autonoom welke titels al dan niet tot de beurs werden toegelaten. Onder het Nederlandse regime vielen voorlopig enkel buitenlandse titels onder deze beperking en werden er geen extra bepalingen opgelegd voor industriële of andere titels afkomstig van nationale instituties of particulieren. De afwezigheid van deze bepalingen hoeft echter niet te wijzen op een grotere tolerantie ten aanzien van deze titels. Ook voor deze periode gold dat de beursnotering van titels, uitgezonderd de obligatieleningen van (buitenlandse) staten, uiterst zelden voorkwam, ondanks de reglementaire vrijheid op dat vlak. In 1830 bevatte de cote van de beurs van Brussel slechts twee aandeelnoteringen⁹. Het wantrouwen van het publiek tegenover de industriële aandelenparticipatie betekende trouwens voor een groot deel van de 19de eeuw een moeilijk te overwinnen hindernis voor de beurs.

In de beursreglementen die in de Zuidelijke provincies tijdens de Nederlandse periode werden uitgewerkt en bekrachtigd kwam het opstellen van de cote of de procedure die eventueel gehanteerd werd voor het toelaten van titels aan de beurs niet meer aan bod.

Uit de gevoerde briefwisseling van de Antwerpse wisselagenten met onder meer de KvK en het provinciebestuur blijkt dat de vereiste toestemming van de Nederlandse overheid geen zware belemmering vormde voor de beurswerking. In tegenstelling tot de latere periode werd er voor het Nederlandse regime nergens een spoor teruggevonden waarbij de SK of de wisselagenten hun ongenoegen ventileerden betreffende het niet mogen noteren van bepaalde titels. De talrijke klachten die nadien opdoken bevestigden de stelling dat

⁹ Het gaat hier om de Algemene Nederlandsche Maatschappij ter begunstiging van de Volksvlijt (Société Générale) en de Nederlandsche Handelsmaatschappij (Cours Authentique de la bourse de Bruxelles, 10/1828).

het Nederlandse regime zeer mild omsprong met deze bepaling en ze veeleer als een stok achter de deur beschouwde dan ze ook daadwerkelijk restrictief toe te passen (RAA, J 216A/AMBZ, nr.2278).

Het toelaten van nieuwe titels : de dictatuur van de minister van Buitenlandse Zaken (1840 – 1867)

De eerste jaren na de Belgische onafhankelijkheid veranderde er niets inzake beurswetgeving en reglementering. Pas in 1836 werden de bevoegdheden die de Nederlandse overheid had overgeheveld naar het gemeentelijk niveau opnieuw onder de controle van de centrale overheid geplaatst. De grote ommezwaai kwam er echter in 1840, toen de Belgische overheid verder bouwde aan de weg die reeds door Willem I was ingeslagen en een zeer strikte reglementering uitwerkte betreffende het toelaten van noteringen aan de Belgische beurzen. Door deze maatregelen werd de kloof tussen de Belgische beurzen en hun Europese collega's aanzienlijk vergroot. Noch Amsterdam, Parijs, Frankfurt, laat staan Londen of New-York werden ooit aan een dergelijke strikte reglementering onderworpen¹⁰. Waar in de Angelsaksische wereld door tal van economen werd geijverd voor het verspreiden van het economisch liberalisme, nam België een wel erg protectionistische maatregel.

De drijvende kracht achter deze hervorming was de toenmalige liberale minister van Binnenlandse Zaken Liedts¹¹. Met zijn hervorming wilde Liedts een einde stellen aan de volgens hem arbitraire houding waarmee de SK's bepaalden welke waarden al dan niet op de beurs mochten noteren. Liedts was ervan overtuigd dat de manier waarop de SK's te werk gingen en de belangenvermenging van een aantal wisselagenten aanleiding gaven tot het stimuleren van wilde speculatie en windhandel. De felle uitval van Liedts moet gekaderd worden in de nasleep van de crisis van 1838 die België zwaar had getroffen en de politieke instabiliteit naar aanleiding van de stemming van het verdrag der XXIV artikelen. In die periode kwamen voor het eerst een aantal nadelen aan het licht die duidelijk maakten dat het beleggen in aandelen niet zonder gevaar was. Zware kritiek in de pers aangaande wantoestanden in vele NV's maakten dat de minister niet enkel de richtlijnen in verband met de oprichting van dergelijke vennootschappen verstrengde, maar meteen ook de beursnotering ervan in vraag stelde (Chlepner, 1926, pp.184-188). Een dergelijke identiteitscrisis werd op regelmatige tijdstippen ook in Frankrijk of Groot-Brittannië of de VS doorgemaakt, maar gaf aldaar nooit aanleiding tot een zelfde drastische aanpak (TEWELES, 1998, pp.101-133).

Via een sterkere staatscontrole wilde Liedts het publiek een grotere garantie bieden en had hij meteen ook een middel om de grote hoeveelheid buitenlandse titels die ongehinderd konden worden genoteerd binnen de perken te houden. De onmiddellijke aanleiding voor het doortastende optreden van de minister was ongetwijfeld de vaststelling dat er aan de Belgische beurzen aandelen genoteerd stonden van bedrijven die van de Belgische overheid geen toestemming hadden gekregen om de vorm aan te nemen van een naamloze vennootschap, maar die door de SK's toch werden toegelaten tot de beurs (AMBZ, nr.2285A, 9/1840)¹².

Na een gunstig advies van de toenmalige minister van Justitie betreffende de legaliteit van het instellen van de volledige staatscontrole, werd het KB dat voortaan de toelating tot de beursnotering regelde op 13 november 1840 uitgevaardigd.

- ¹⁰ Aan de beurs van NY moesten buitenlandse titels weliswaar aan veel strengere toelatingsvoorwaarden voldoen, maar deze maatregelen werden vrijwillig door het beursbestuur uitgevaardigd en werden niet autoritair van hogerhand opgelegd (Teweles, 1998, p.147-149)

¹¹ Charles Liedts (Audenaarde 1/12/1802-Brussel 21/3/1878). Liberaal parlementslid en minister van 18 april 1840 tot 13 april 1841, vervolgens MF van 17 september 1852 tot 31 oktober 1852.

¹² Tot de hervorming van de Code de Commerce met de wet van 18 mei 1873, kon men in België enkel een NV oprichten mits de overheid via een KB hiertoe de toestemming had gegeven.

Dit KB was zeer ingrijpend en betekende een totaal nieuwe visie op het noteren van aandelen aan de Belgische beurzen. Voortaan konden er geen aandelen, obligaties of andere titels meer worden genoteerd zonder de officiële toestemming van de minister van Binnenlandse Zaken¹³. De enige uitzondering op deze regel werd gevormd door de publieke fondsen die door de Belgische staat zelf werden uitgegeven. Voor minister Liedts ging deze bepaling echter nog niet ver genoeg. Hij liet in artikel 1 van het KB opnemen dat deze nieuwe regeling ook met terugwerkende kracht diende te werken. De Belgische beurzen werden verplicht een lijst op te stellen met alle titels die op hun cote waren ingeschreven. Deze lijst diende eveneens het oordeel te bevatten van de SK betreffende de verschillende titels en moest nadien voor advies worden voorgelegd aan de plaatselijke KvK. In laatste instantie werd deze lijst met titels bekrachtigd door de minister en nadien opgenomen in het Belgisch Staatsblad. Om ook in de toekomst de absolute controle te behouden kon de minister wanneer hij dit wenste overgaan tot de schrapping van beursgenoteerde titels en was het mogelijk makelaars en wisselagenten die zich niet aan deze bepalingen hielden te schorsen of zelfs uit hun ambt te ontsetten (Moniteur Belge, 19/11/1840).

Hoewel dit KB aan duidelijkheid weinig te wensen overliet inzake het opheffen van de bevoegdheden van de SK en het instellen van de absolute overheidscontrole, slaagde het KB er geenszins in om de procedure doorzichtiger te maken. Daar waar de minister het KB oorspronkelijk had uitgevaardigd als reactie tegen het arbitraire optreden van de SK, werden zijn diensten nu dezelfde tekortkomingen verweten (AMBZ, nr.2285A, 19/5/1850). In het KB werd immers geen enkel criterium opgenomen waaraan bedrijven of landen die hun titels wensten te noteren dienden te voldoen. In de praktijk speelde de persoonlijke visie van de bevoegde minister dan ook een grote rol. In de aanvangsfase stelde minister Liedts zich bijzonder streng op wanneer het ging om het verlenen van het recht tot notering. Hoewel zijn opvolgers iets milder waren, waakte Liedts er vanaf 1848 als MF opnieuw over dat niet te ver werd afgeweken van het oorspronkelijke opzet.

Belgische ondernemingen en de beursnotering

Wanneer de verschillende aanvraagdossiers, voor notering aan de beurs, naast elkaar worden gelegd, dienen er twee grote groepen te worden onderscheiden, die elk een eigen evolutie doormaakten. Een eerste groep werd gevormd door de Belgische ondernemingen die toestemming vroegen om tot de beurs te worden toegelaten¹⁴. Een dergelijke procedure werd vaak opgestart op vraag van de betrokken onderneming. Heel zelden gebeurde een notering van een onderneming op vraag van de wisselagenten¹⁵. In de eerste jaren na de uitvaardiging van het KB werden er nauwelijks titels toegelaten. In 1845, vijf jaar nadat de nieuwe regeling van kracht werd, waren er slechts drie nieuwe noteringen van Belgische ondernemingen¹⁶. Belgische bedrijven die een beursnotering wensten te bekomen dienden hun statuten en minstens één balans te bezorgen aan het ministerie van Binnenlandse (later Buitenlandse) Zaken, en op basis hiervan besliste de minister al dan niet over de toelating tot notering. Aangezien de Belgische NV's reeds een selectieprocedure hadden doorlopen om deze vennootschapsvorm te mogen aannemen, werd deze toestemming vrij vlug verleend en werd het dossier in de meeste gevallen in minder dan een maand afgerond. Telkens een bedrijf een nieuwe aandelen- of obligatie-uitgifte wenste te doen, diende het opnieuw de volledige procedure te doorlopen.

¹³ Vanaf 21/11/1846 werden de beurzen onder de bevoegdheid van van het ministerie van Buitenlandse Zaken geplaatst.

¹⁴ Ook steden en gemeenten die een obligatie-uitgifte wensten te doen dienden hiervoor toestemming te vragen. In de praktijk werd dit echter nooit geweigerd en gebeurde de aanvraag eerder pro forma zonder verder onderzoek.

¹⁵ Dit was voornamelijk het geval wanneer er na een uitspraak van de Rechtbank van Koophandel of bij de afhandeling van een erfenis titels dienden verkocht te worden die geen officiële beursnotering hadden. In dat geval kon de wisselagent om een tijdelijke notering vragen om zo de reële prijs van de titels te bepalen en de transactie in kwestie op de beurs uit te voeren (een vb. beslissing 28/11/1845 : notering Société de Monceau-Fontaine (verschijnt van 26 maart tot 13 juni 1846 in de koerslijsten van Brussel)).

In de loop van 1846 verzocht de toenmalige MBZ, Dechamps¹⁷, aan zijn diensten om de kwestie te onderzoeken en een gestandaardiseerde procedure uit te werken waaraan bedrijven zich dienden te houden indien ze aanspraak wensten te maken op een beursnotering. Het KB van 1840 had als achterliggende gedachte de uitroeiing van de windhandel door het instellen van een volledig verbod op de notering van industriële titels (AMBZ, nr.2285A, 16/4/1846). Men kwam echter tot de conclusie dat er geen reden was om bedrijven die het vertrouwen genoten van het publiek nog langer een beursnotering te weigeren en ze zo in de handen van de buitenlandse beurzen te dwingen. De minister werd geadviseerd om het KB in kwestie niet af te schaffen, maar enkel nog te gebruiken indien hij misbruiken vermoedde. Voor de andere gevallen werden er een aantal richtlijnen uitgewerkt.

- Een beursnotering kon enkel gelden voor die ondernemingen die van de overheid reeds de toestemming hadden gekregen om de vorm van naamloze vennootschap aan te nemen.
- Minstens 20% van het kapitaal van de ondernemingen moest volstort zijn.
- Indien het om bedrijven ging met een “commerciële” activiteit diende het dossier te worden voorgelegd aan een “comité consultatif”. Dit orgaan onderzocht of de nodige garanties aanwezig waren en de notering in het belang was van de staat.
- Het administratief personeel diende “respectabel” en vrij van misbruiken te zijn (AMBZ, nr.2285A, 1846).

Wanneer deze adviezen vanaf maart 1847 ook in de praktijk werden toegepast, betekende dit een sterke vereenvoudiging en voortaan werden Belgische ondernemingen na een standaardprocedure toegelaten tot de beurs.

De private spoorwegondernemingen namen een speciale plaats in bij de naamloze vennootschappen. Tot 1847 konden deze ondernemingen enkel een beursnotering bekomen indien de lijnen die ze in concessie hadden volledig waren afgewerkt. Het KB van 26 maart 1847 bracht ook hier verandering in en stelde dat een notering kon toegestaan worden indien 40% van het kapitaal volstort was en er een waarborgsom was gestort zoals voorzien in de concessieakten (Moniteur Belge, 26/3/1847). Toch bleef de notering van spoorwegtitels een ingewikkelde aangelegenheid waarbij naast het ministerie van Openbare Werken en het MF ook het MBZ betrokken waren (Willems, 2001, pp.120-122).

De vrees voor buitenlandse titels

De tweede grote groep van aanvraagdossiers werd gevormd door de buitenlandse instituties en ondernemingen die een Belgische beursnotering nastreefden. Daar waar de binnenlandse titels vanaf 1847 nog nauwelijks hinder ondervonden bij het verkrijgen van een beursnotering lagen de zaken volledig anders wat betreft het toelaten van buitenlandse titels. Zoals reeds vermeld had minister Liedts in 1840 naast het terugdringen van de windhandel voornamelijk als bedoeling de notering van buitenlandse titels te beperken ten voordele van de Belgische noteringen. Deze visie valt volledig te verklaren door de toenmalige dominerende economisch-politieke opvattingen die het principe van de strikte reciprociteit in internationale relaties zeer hoog in het vaandel voerden (Coolsaet, 1998, p.50-70).

De procedure die gevolgd werd voor het toelaten van buitenlandse titels tot de beurs bleef tot de liberalisering van de beurswetgeving in 1867 ongewijzigd. In 1852, wanneer er stemmen opgingen om de procedure te versoepelen, was het andermaal Liedts die, in zijn functie van MF, zich hevig verzette tegen een aanpassing van het KB van 1840 (AMBZ, nr.2285B, 5/1852).

¹⁶ Het ging om de Banque de Belgique (13/4/1841) (stond reeds genoteerd in 1835 en deed enkel een nieuwe uitgifte), Société des mines et fonderies de zinc de la Vieille Montagne (22/5/1841) en de Société des Galeries Saint-Hubert (6/4/1845).

¹⁷ Adolphe Dechamps (Melle 18/6/1807–Seneffe 19/7/1875). Aanvankelijk unionist om in 1847 voor het katholieke kamp te kiezen. Hij zetelde in de Kamer voor het arrondissement Ath en bekleedde naast onder meer de ministerpost van Openbare Werken, deze van Buitenlandse Zaken van 30/7/1845 tot 12/8/1847.

Er werd in België een onderscheid gemaakt tussen de notering van obligatieleningen uitgegeven door vreemde mogendheden en titels uitgegeven door buitenlandse ondernemingen. Voor de eerste categorie hanteerden de verschillende ministers de regel van de strikte reciprociteit. Dit betekende dat buitenlandse obligatieleningen enkel aan de Belgische beurzen werden genoteerd als deze landen ook Belgische titels tot hun beurzen toelieten. De controle van deze titels werd zeer ernstig genomen. Vaak werd het advies van de plaatselijke consul gevraagd vooraleer de MBZ een uitspraak deed (AMBZ, nr.2285A : Cote des emprunts étrangers). Wilden buitenlandse bedrijven in aanmerking komen voor een beursnotering dienden ze aan te tonen dat ze belangrijke bestellingen hadden geplaatst bij Belgische ondernemingen. Officieus werd er vastgesteld dat er contracten moesten worden voorgelegd voor minstens één tiende van het bedrag dat men via obligaties wenste uit te geven.

Deze procedure zette voornamelijk bij de Antwerpse wisselagenten kwaad bloed. In tegenstelling tot de beurs van Brussel werden er in Antwerpen in de eerste plaats buitenlandse obligatieleningen verhandeld. De nieuwe bepalingen, die zeer strikt werden toegepast, maakten deze verhandeling bijna onmogelijk¹⁸. Het ministerie voerde op regelmatige tijdstippen zeer strenge controles uit op de cote van de verschillende beurzen en de minste overtreding ten aanzien van deze buitenlandse titels resulteerde in een berisping of zelfs het verbod op een verdere notering¹⁹.

De Antwerpse wisselagenten verzetten zich sterk tegen de volgens hen absurde reciprociteitsregel. Deze regel bepaalde dat er in België een absoluut verbod gold voor de notering van de, in Antwerpen zeer populaire, Deense of Sardineese titels²⁰. De Antwerpse gouverneur steunde de wisselagenten in hun strijd en stelde dat de beurzen van Denemarken of Sardinië niet konden worden vergeleken met de Belgische. In de meeste landen waren de Belgische titels zelfs niet in omloop en was het eisen van een beursnotering dan ook niet aan de orde. Een stad zoals Kopenhagen kende zelfs geen cote van publieke fondsen. De wisselagenten wezen ook op de willekeur van de verschillende Ministers (zie bijlage 1). Zo kreeg de ‘Emprunt Sarde’ die werd uitgegeven door de Rothschildbank te Parijs wel toestemming om te noteren, maar een gelijkaardige lening uitgegeven door Hambro & Cie te Londen werd halsstarrig geweigerd (AMBZ, nr.2285B)²¹. Ondanks deze paradox, bleef de MBZ vasthouden aan de oorspronkelijke politiek en werd hij hierin bijgetreden door zijn collega van Financiën. In een uitgebreid schrijven in november 1852 beklemtoonde MF Liedts, destijds de bezieler van de hervormingen, dat hij er nog steeds van overtuigd was dat de overheid zeer streng moest optreden tegenover buitenlandse titels en zich niet mocht laten manipuleren door het winstbejag van een aantal wisselagenten. Liedts was ervan overtuigd dat vele van de buitenlandse titels niets anders waren dan verdoken loterijen of gevaarlijke speculatieve titels die het beurs- en kredietwezen in gevaar brachten. Hij wilde niet horen van een vergelijking met de beurzen van Londen, Parijs of zelfs Amsterdam die hij beschouwde als wereldcentra wat betrof het internationale kredietwezen. Het inpassen van Antwerpen in een dergelijke structuur zou omwille van de beperkte markt enkel in het nadeel van de fondsenhouders spelen aldus Liedts (AMBZ, nr.2285B, 25/11/1852). Hij adviseerde zijn collega op Buitenlandse Zaken om ook in de toekomst bijkomende noteringen, op een reeds te uitgebreide cote, te weigeren en dus niet in te gaan op de vraag van de beurs van Antwerpen. Dat Liedts met zijn visie niet alleen stond bewijst de Franse beursevolutie. In 1862, op het ogenblik dat in België het debat betreffende de afschaffing van de strenge

¹⁸ Dit verschil in klemtoon aan de beurzen van Brussel en Antwerpen en de gevolgen hiervan voor de ontwikkeling van beide instellingen vormt een zeer complex geheel dat buiten het kader van deze studie valt.

¹⁹ In 1852 werd de Antwerpse SK op het matje geroepen omdat ze de Spaanse obligatielening van 5% verder bleef noteren terwijl deze zich had omgevormd tot een lening van 1%. Pas na tussenkomst van de Antwerpse gouverneur kon de SK een sanctie ontlopen (AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2285B : 14/4/1852 : brief van de Antwerpse gouverneur aan de MBZ).

²⁰ De populariteit van deze buitenlandse obligatieleningen viel niet enkel te verklaren uit de relatief hoge interestvoeten, maar vaak lagen ook speculatieve transacties die inspeelden op de snel wisselende koersen van deze titels aan de basis van hun populariteit (KVKA, 1871, p.61).

²¹ De nauwe band tussen de Belgische staatsfinanciën en de Franse Rothschildbank maakte dat een weigering van deze notering de Belgische overheid in een lastige situatie had kunnen brengen (Gille, 1967, pp.27 – 55).

maatregelen in een cruciale fase was aanbeland, ging Frankrijk over tot het invoeren van beperkende maatregelen. Voortaan besliste in Frankrijk de overheid over het al dan niet toelaten van buitenlandse titels (Thiebault, 1905, p.14).

In België waren de wisselagenten, gesteund door de SK's en de KvK, echter niet te vinden voor deze enge visie en drongen aan om de verhandeling van titels als enig criterium te gebruiken om de toelating tot notering te bepalen. De wisselagenten vreesden dat indien de minister de notering van populaire titels omwille van soms onduidelijke redenen bleef weigeren, dit op termijn de ondergang van de beurs zou betekenen. Zonder in deze studie dieper op deze problematiek in te gaan, is het niet onbelangrijk te weten dat er zowel in Antwerpen als in Brussel een schaduwcircuit ontstond waarbij niet-officieel benoemde wisselagenten titels verhandelden die geen toestemming kregen voor een officiële notering²². In dit parallelle circuit bleef het niet enkel bij verhandeling, maar dagelijks werd er ook een officieuze cote opgesteld die in verschillende kranten werd gepubliceerd. Dit circuit vormde in de ogen van de wisselagenten een grote bedreiging voor hun toekomst. De MBZ ging echter niet in op hun smeekbeden en dwong de beurs van Antwerpen de genomen beslissingen op te volgen. Ook andere landen die er een zeer strikte beurswetgeving op nahielden zoals Frankrijk werden met een gelijkaardig parallel circuit geconfronteerd, wat maakte dat de roep om hervormingen in grote delen van Europa steeds luider ging klinken (Landry, 1913, p.20-25).

De goedkeuring van de minister was geen vrijblijvend gegeven, maar verplichtte de beurzen om de titels effectief in de cote op te nemen. De SK van Antwerpen die had geopteerd om enkel die titels op te nemen die ook effectief in Antwerpen werden verhandeld en de andere over te laten aan Brussel werd nu gedwongen om de cote aan te passen en de volledige lijst van het ministerie over te nemen. Beursnotering en verhandelingen gingen in deze periode dus niet noodzakelijk samen (AMBZ, nr. 2279, 11/1859).

Het vaststellen van de koersen : het monopolie van de wisselagenten

Ondanks de zeer strenge bepalingen die werden uitgevaardigd en zeer punctueel werden toegepast wat betreft het toelaten van nieuwe aandelen tot de beurs, nam het KB van 1840 geen extra bepalingen op over de wijze waarop de wisselagenten of de SK's de koersen dienden te noteren. Zodra de titels genoteerd stonden op de cote vielen ze onder de bevoegdheid van de SK en beperkte de MBZ zich tot een controle van de cote met het oog op het opsporen van titels die er niet op thuis hoorden.

Net zoals in de eerder behandelde periodes werd het eigenlijke vaststellen van de koersen overgelaten aan de plaatselijke beursreglementen. Deze reglementen werden vanaf 1836 aan een herziening onderworpen en voor het eerst ontstond er een wezenlijk verschil tussen de manier van opstelling van de koersen aan de verschillende Belgische beurzen. Ondanks protest van de Brusselse makelaars en wisselagenten die de Brusselse beurs te klein achtten voor de oprichting van een parket, besloot de MBZ dat vanaf 1840 de koersen van de Brusselse beurs in een nieuw op te richten parket moesten worden opgesteld. Voortaan kwamen de wisselagenten samen in een afgebakende ruimte in de beurs en werden de koersen op basis van de "criée"²³ opgesteld. De inspiratie voor dit parket werd gezocht in Parijs, waar een dergelijke infrastructuur reeds langer bestond en als een absolute noodzaak voor de verhandeling van titels werd beschouwd. De beurs van Brussel opende iedere dag om 13.00 uur de deuren, om 13.45 uur betraden de wisselagenten het parket in het midden van de beurs en stelden er de cote op van de aan de beurs genoteerde titels. Deze cote gaf een indicatie van de transacties die hadden plaatsgevonden in de beurs en op het parket. Indien er niet tot een transactie kon worden overgegaan wegens een onevenwicht in de markt werden er in de cote de bied- en laatkoersen (argent & papier) opgenomen. Op basis van de "criée" werd

²² Deze niet-officiële beurzen komen ondermeer aan bod in het werk van Chlepner "La Banque en Belgique", p.151-153.

²³ "Criée" is andermaal een Franse term die zich moeilijk laat vertalen. De titels werden één voor één afgeroepen en op basis van de aankoop- en verkooporders die de verschillende wisselagenten hadden ontvangen werd de koers bepaald.

er een koers voorgesteld die pas definitief in de cote werd opgenomen nadat alle aanwezigen op de beurs de mogelijkheid hadden gekregen om de leden van het parket in te lichten over aankoop- of verkooporders die in tegenspraak waren met deze koersen. Indien er geen protest kwam werden de koersen door de “crieur public”²⁴ definitief ingeschreven in een daarvoor bestemd register. Om 14.15 uur verlieten de wisselagenten het parket en onmiddellijk nadien werd de cote uitgehangen in de beurs (Moniteur Belge 3/1/1840). In Brussel werd de cote publiekelijk opgesteld en alle aanwezigen op de beurs waren in de mogelijkheid om tijdens het opstellen van de cote te interveniëren indien men niet akkoord ging met de voorgestelde koers. Door deze aanpassing werd de garantie dat de Brusselse koersen de effectieve toestand van de markt weergaven meteen veel groter. Hoewel de controle zeker niet waterdicht was te noemen, kon de belegger indien hij dit wenste toezicht uitoefenen op de manier waarop de koersen werden bepaald.

De toestand was totaal verschillend in Antwerpen. Ondanks herhaaldelijk aandringen van de minister weigerde de beurs van Antwerpen over te gaan tot het instellen van een parket. Alle betrokken partijen, ook de wisselagenten, waren het er over eens dat het invoeren ervan een terugloop van de transacties zou teweeg brengen²⁵. De Antwerpse KvK benadrukte dat er geen klachten waren betreffende de manier waarop de beurs van Antwerpen de cote opstelde, tenzij de reeds eerder vermelde kritiek op de strenge selectieprocedure om tot de cote te worden toegelaten (AMBZ, nr.2278, 10/7/1856). In de praktijk veranderde er in Antwerpen dus nauwelijks iets bij het vaststellen van de koersen. De SK, aangevuld met vier wisselagenten, die maandelijks werden aangesteld, was nog steeds bevoegd voor het opstellen van de cote. De koersen werden dagelijks na de gedane beurstransacties bepaald in de beslotenheid van de “kamer” van de wisselagenten. Nadien werd de opgestelde cote in het beurslokaal uitgehangen. In Antwerpen werd de cote dus niet publiekelijk opgesteld en hadden de beleggers of cliënten van de wisselagenten niet de mogelijkheid om onmiddellijke controle op de koersvorming uit te oefenen. Deze toestand bleef tot 1860 onveranderd. Toen de MBZ in die periode nogmaals aandrang op het invoeren van een parket te Antwerpen om zodoende de controle te vergroten en het wantrouwen bij het publiek weg te nemen, bleef de KvK zich kanten tegen de oprichting ervan, maar stelde ze voor om de koersen op te stellen in een apart lokaal dat zich niet in het centrum van de beurs bevond, maar waar wel publiek was toegelaten²⁶.

In beide beurzen beschikten de wisselagenten en hun SK over de volledige bevoegdheid betreffende het vaststellen van de koersen en het opstellen van de cote en dit zonder enige overheidscontrole. Alle betrokkenen behoorden tot het corps van wisselagenten of waren er verantwoording aan verschuldigd. Bij eventuele klachten konden beleggers of speculanten zich wenden tot de SK die de zaak kon onderzoeken en eventueel de betrokken wisselagenten op het matje roepen²⁷. In de meeste gevallen trad de SK pas op nadat ze zelf door de minister op de vingers was getikt en ze onder druk van de KvK en de gemeentelijke overheid niet anders kon dan reageren²⁸.

²⁴ De crieur public werd benoemd door de SK en betaald door de bijdragen van de wisselagenten. Het was ook de SK die deze functionaris uit zijn functie kon ontsetten.

²⁵ De vrees bestond dat door het invoeren van een parket de beurs zich te veel ging focussen op de verhandelingen in aandelen en obligaties en hierdoor de goederentransacties in gevaar konden komen.

²⁶ De Antwerpse beurs kreeg pas een officieel parket bij de heropening van het beursgebouw in 1872, bij de heropbouw van de beurs na de brand van 1858. De Gentse beurs kreeg op 3 juli 1856 een parket.

²⁷ Deze toestand van rechter en betrokken partij bleef ook na de beurshervorming van 1867 verder bestaan, toen de beurscommissie de rol van de SK overnam. Pas met de beurshervormingen van 4 december 1990 en 6 april 1995 kwam hier verandering in (Belgische Vereniging van Banken, 1996, pp.55-112).

²⁸ De zaak met de aandelen van de Banque de Belgique die in 1843 uitbrak was een voorbeeld van een dergelijk conflict dat aanleiding gaf tot het volledige ontslag van de toenmalige Brusselse SK. Aan de Brusselse beurs was het de gewoonte dat dividenden werden uitgekeerd aan diegenen die aan het einde van het boekjaar in het bezit waren van de titels. Dit betekende dat hoewel een dividend vaak pas in de loop van de maand april of mei werd uitgekeerd, de som werd uitbetaald aan diegene die de titels in zijn bezit had op het 31 december. In 1843 besliste de SK eenzijdig dat de aandelencoupons van de Banque de Belgique niet mochten worden geknipt tot de dag van betaling. Een gemengde commissie met leden van het gemeentebestuur, de KvK en de SK besloot dat een dergelijke actie de aandeelhouders benadeelde en dat het niet toekwam aan de wisselagenten om structurele wijzigingen toe te passen.

Het KB dat op 6 april 1843 werd uitgevaardigd legde de SK's een aantal extra bepalingen op en benadrukte dat het noteren van de koersen volgens de lokale gewoonten diende te gebeuren en dat enkel de bevoegde minister hier afwijkingen kon op toestaan.

Ondanks de steeds aanwezige dreiging van belangenvermenging waren deze agenten officieel benoemde functionarissen, die enkel de koersen mochten opstellen van titels die door de minister officieel tot de beurs waren toegelaten. Gedurende de periode dat deze reglementen van kracht waren (tot de beurshervorming van 1867) is het dus gerechtvaardigd om, ondanks de verschillen bij het opstellen ervan, te spreken over een officiële cote. Door de nadruk te leggen op de lokale gewoonten van de afzonderlijke beurzen was het echter perfect mogelijk dat de officiële cote van de beurs van Antwerpen verschilde van de Brusselse en deze op zijn beurt afweek van de in Gent of Luik opgestelde cote. Het was in België dus niet mogelijk om van één uniforme officiële cote te spreken en arbitrage tussen de verschillende beurzen behoorde dan ook steeds tot de mogelijkheden. Dit laatste was echter geen exclusief Belgisch fenomeen, ook in Groot-Brittannië of Frankrijk konden de koersen tussen de verschillende beurzen, zeker in de vroegste periode aanzienlijk verschillen en werden er allerlei technieken ontwikkeld om hieruit winst te creëren (Michie, 1987, p.XIII-XX).

Naar een liberalisering van de beursnoteringen

Het protest tegen het KB van 1840, was naast andere redenen, een belangrijke factor bij de verregaande beurshervorming van 1867. Vanaf het einde van de jaren 1850 klonk het protest van de Antwerpse wisselagenten steeds luider. Ook de Antwerpse gouverneur ergerde zich voortdurend aan de niet-officiële makelaars die een steeds groter deel van de koek voor zich opeisten en hierbij door niemand iets in de weg werden gelegd. Vooral de volledige en ongecensureerde cote die deze makelaars dagelijks in de kranten publiceerden vormde een doorn in het oog van al wie rechtstreeks bij de beurs betrokken was. De Antwerpse beurs trachtte de MBZ te overtuigen om de officieel benoemde wisselagenten minstens dezelfde rechten te geven als hun illegale collega's om zo het publiek zelf te laten beslissen welke titels het wenste te kopen, zonder dat de overheid hierin tussenbeide diende te komen. Ook bedrijven en juristen kregen het steeds moeilijker met de arbitraire houding die de regering aannam in de toelatingsbeslissing tot de beursnotering. Zo was ook de overheid rechter en betrokken partij; dit werd vooral duidelijk met de toelatingsprocedure van spoorwegmaatschappijen die vaak lijnen uitbaatten die concurreerden met de lijnen beheerd door de Belgische staat²⁹. Verder ondervonden ook grote bankmaatschappijen zoals de Banque de Belgique en de Société Générale steeds meer hinder van een boycot van de buitenlandse titels en eisten ze een versoepeling van de hele procedure (AGR, MF, nr.364, 18/1/1859). Men probeerde de minister te overtuigen dat het noteren van buitenlandse titels niet enkel in het voordeel was van de landen in kwestie, maar dit tegelijkertijd een belangrijke bron van inkomsten vormde voor de Belgische economie, aangezien grote beleggers zich genoodzaakt zagen om met hun transacties uit te wijken naar buitenlandse beurzen.

De toenmalige MBZ, De Vrière³⁰, nam ondanks deze kritieken, een afwachtende houding aan en vroeg om het advies van zijn collega op Financiën. Op dit ministerie zetelde vanaf november 1857 Frère-Orban, die de liberale vrijheden zeer hoog in het vaandel voerde. Hij adviseerde dan ook aan zijn collega om een gematigder standpunt in te nemen, en aan de SK's een deel van de bevoegdheden terug te bezorgen. Aanvankelijk ging Frère-Orban niet zover om een volledige afschaffing van het KB aan te bevelen, maar opteerde

De minister en met hem de KvK vermoedde dat de Banque de Belgique in samenspraak met de wisselagenten door deze actie de koersen kunstmatig de hoogte wenste in te drijven. Dat was ook de reden dat de SK na deze uitspraak collectief haar ontslag indiende. Pas vanaf 1 januari 1861 werden in Brussel de aandelentitels en de coupons samen verhandeld tot de dag van de uitbetaling. (AMBZ, nr.2285A, 2/1843).

²⁹ Bv. de Compagnie de Chemins de fer de Saint-Ghislain diende, zonder aanduidbare reden, tot driemaal toe een aanvraag op te stellen vooraleer ze e toestemming kreeg tot een beursnotering (AMBZ, nr.2285C, 19/9/1846).

³⁰ De Vrière, Adolphe (Brugge 9/4/1806-Laken 16/7/1885). Hij was doctor in de rechten en zetelde als liberaal volksvertegenwoordiger verkozen voor het arrondissement Brugge. Van 9/11/1857 tot 26/10/1861 was hij MBZ.

hij voor een overgangsregeling (AGR, MF, nr.364, 3/1859). De Vrière verklaarde zich echter niet volledig akkoord met deze visie en vond het de plicht van de staat om erover te waken dat de beurs geen plaats bood aan verdoken loterijen. Verder achtte hij het ook voor de uniformiteit van het Belgische beurswezen noodzakelijk dat een overkoepelende instantie toezicht hield op de beursnoteringen.

De rol van het Belgisch-Franse handelsverdrag (1861)

Deze minder radicale standpunten wezen naar een op til zijnde mentaliteitswijziging, en dit vormde dan ook de rode draad in de aanloop tot het handelsverdrag dat in de loop van 1861 met Frankrijk werd afgesloten (Bairoch, 1976, pp.36-43). Een voor het beurswezen belangrijke clause in dit verdrag bepaalde immers dat voortaan alle titels die genoteerd werden op de Parijse beurs zonder verdere procedure moesten kunnen worden genoteerd aan de Belgische beurzen en omgekeerd³¹. Door dit verdrag verloor de MBZ de absolute controle over de beursnotering, aangezien hij nu verplicht werd om Franse titels zonder verder onderzoek toe te laten tot de Belgische cote. In Frankrijk beslisten de SK's autonoom over de titels die al dan niet tot de beurs dienden te worden toegelaten. Enkel voor titels van buitenlandse industriële ondernemingen gold de bijkomende bepaling dat deze slechts konden worden toegelaten nadat ze de in Frankrijk verplichte bijkomende taksen hadden betaald. Het handelsverdrag in kwestie had echter enkel betrekking op van oorsprong Franse titels³². In het verlengde van dit verdrag werd er ook bepaald dat voortaan alle Belgische beurzen elkaars aandelen konden noteren. Vroeger diende de minister hiervoor aan elke beurs afzonderlijk de toestemming te geven. Ondanks de mildere Franse controle op het toelaten van titels, meende de MBZ dat dit verdrag geen inbreuk vormde op het KB van 1840 en dat er voldoende garanties bleven bestaan om van een officiële cote te kunnen spreken (AGR, MF, nr.364, 24/7/1861). Dit verdrag kaderde volledig in de liberalisering van de economie die zich sinds langere tijd in Frankrijk en België had ingezet. Voor beide landen betekende dit verdrag dan ook een belangrijke stap, niet enkel in de liberalisering van het beurswezen, maar ook en vooral in het uitvoeren van handelstransacties en de rechtsgeldigheid van Naamloze Vennootschappen (Freedeman, 1979, pp.132-136).

De evaluatie van dit handelsverdrag viel zo positief uit dat de MBZ aandrang op gelijkaardige verdragen met andere belangrijke Europese partners zoals Nederland, de Duitse Zollverein en Groot-Brittannië. Hiermee ging hij in tegen de adviezen van het MF die in het kader van een toenemende liberalisering pleitte voor een volledige afschaffing van het KB van 1840. Volgens De Vrière was de noodzaak van een volledige afschaffing nog steeds niet voldoende bewezen en was het aantal klachten, op deze van de Antwerpse SK na, onbeduidend. Hij zag dan ook meer toekomst in het uitbreiden van de cote via bijkomende handelsverdragen dan in het opheffen van alle controle.

Frère-Orban, bleef zich verzetten tegen deze tussenoplossingen en benadrukte dat dergelijke verdragen met de vernoemde landen weinig baat brachten, aangezien er in deze landen nauwelijks controle was op het opstellen van de cote. In Groot-Brittannië waren er bijvoorbeeld geen officieel benoemde wisselagenten en was de beurs reeds in het begin van de 19de eeuw een volledige privé-onderneming. Ook in Nederland en Pruisen werden er veel bevoegdheden overgelaten aan de lokale reglementen. Daarenboven konden dergelijke verdragen ook de notering van buitenlandse titels verplichten die in België helemaal niet verhandeld werden en werd de beurs zo opnieuw een deel van de autonomie ontnomen die Frère-Orban nastreefde.

De Commissie ter herziening van de Code de Commerce en de beursnotering

³¹ Dit verdrag werd afgesloten op 1 mei 1861. Aanvankelijk wilde België garanties om titels die verdacht werden van een verdoken loterij te kunnen weigeren. Onder Franse druk kwamen deze bepalingen er niet (PDK, 2/5/1861).

³² Ook in Frankrijk kreeg men pas het statuut van naamloze vennootschap na expliciete toestemming van de nationale overheid, waardoor er ook hier een zekere controle bleef bestaan (AGR, MF, nr. 364 : 19/3/1861).

Na het afsluiten van dit handelsverdrag kwamen de zaken in een stroomversnelling terecht. De twee liberale boegbeelden Frère-Orban en Charles Rogier, die vanaf 1862 de functie van MBZ bekleedde, spanden zich nu in voor een liberalisering van het beurswezen. De gesprekken over het afschaffen van het KB van 1840 werden opnieuw gestart. In 1855 had de regering reeds een speciale Commissie opgericht met de bedoeling de hervorming van de Code de Commerce voor te bereiden³³. Deze hervorming kaderde in de algemene verschuiving van de economische opvattingen die men overal in Europa kon waarnemen en waarbij Groot-Brittannië als belangrijkste voorbeeld functioneerde.

De Commissie hield aanvankelijk vast aan de noodzakelijke toestemming van de regering om nieuwe titels tot de cote toe te laten. Wel voorzag ze in een versoepeling van de benoeming van makelaars en wisselagenten en achtte ze het niet nodig dat de koersen per definitie door de wisselagenten werden vastgesteld. Men meende dat dit zonder veel problemen kon worden overgelaten aan een “objectief” orgaan, gestuurd door de lokale reglementen (PDK, 17/11/1864). Toch bleef ook over dit laatste punt discussie bestaan binnen de Commissie. Indien men de wisselagenten niet langer liet benoemen door de koning, werd het moeilijk om nog over een officiële cote te spreken, aangezien een dergelijke term minstens een controle door de staat impliceerde. Sommige leden vonden dit helemaal geen probleem en stelden dat de meerwaarde van een officiële cote veeleer beperkt was en dat bijvoorbeeld de Rechtbanken van Koophandel over andere bronnen beschikten om zich op te beroepen. De officiële prijscourant opgesteld door de MF of de verplichte notitieboeken van de wisselagenten waren vaak aangehaalde alternatieven. Volgens deze groep bood een zogenaamde officiële notering enkel een vals gevoel van veiligheid, aangezien geen enkele instantie de absolute garantie kon bieden voor de genoteerde titels. Als laatste alternatief werd er verwezen naar de gemeentelijke overheden die als waakhond fungeerden bij het benoemen van de leden van de commissies die bevoegd werden voor het vaststellen van de beurskoersen. Deze overheden waren het best geplaatst om in het licht van de plaatselijke gewoonten en reglementen de meest bekwame wisselagenten aan te stellen voor deze functie. Aangezien echter ook de gemeentebesturen liever niet alleen de verantwoordelijkheid voor deze benoemingen op zich namen, werd er besloten dat de benoeming zou gebeuren op voordracht van een dubbele lijst opgesteld door de plaatselijke KvK en de Rechtbank van Koophandel (PDK, 17/11/1864).

Ondanks de liberale ideeën achter deze opvattingen bleef men vasthouden aan het de bepalingen uit 1840. Ook een voorstel uit 1865, opgesteld door de ministers van Justitie en Buitenlandse Zaken, hield in bepaalde gevallen vast aan de overheidstoestemming³⁴. Het volledig vrijmaken van de toelating tot de beursnotering kon de Belgische overheid in een lastige situatie brengen, aangezien ze in het handelsverdrag met Frankrijk de garantie had gegeven dat de Franse titels zouden genoteerd worden aan de Belgische beurzen. Een volledige liberalisering betekende dat de overheid geen middelen meer had om een dergelijke notering van de beurzen af te dwingen. Zelfs minister Frère-Orban wees erop dat een dergelijke stap ook op diplomatiek gebied vergaande gevolgen kon hebben, omdat België zodoende een wapen verloor dat men bij de onderhandeling van nieuwe handelsverdragen in de strijd kon brengen. Verder vreesde hij dat bepaalde buitenlandse bedrijven zouden afzien van verdere investeringen in Belgische ondernemingen, indien dit wettelijk niet meer verplicht was om een beursnotering te bekomen (AMBZ, nr.2285B, 12/3/1863). Een gelijkaardig debat werd bijna gelijktijdig ook in Frankrijk gevoerd. Dit resulteerde aldaar in de beursvorming van 1866. Frankrijk opteerde echter voor een gereguleerde liberalisering, waarbij het opstellen van de beurskoersen nog steeds het monopolie bleef van door de staat gecontroleerde wisselagenten (Landry, 1913, p.6-15).

³³ Deze commissie werd opgericht door het KB van 13 augustus 1855. De leden werden gerecrueteerd uit de belangrijkste Belgische handelsmiddens.

³⁴ In dit voorstel verkreeg de SK opnieuw het volledige beslissingsrecht over de toelating van titels. Enkel de lotenleningen of titels waarachter de overheid een loterij vermoedde dienden nog de toestemming van de overheid te krijgen vooraleer ze mochten genoteerd worden aan de beurs (AMBZ, nr.2285 B, 12/5/1865).

In de aanloop van de beursvorming van 1867 waren ook in België bijna alle betrokken partijen het erover eens dat het invoeren van de absolute vrijheid zonder enige vorm van controle niet de aangewezen oplossing was. De rol van de wisselagenten werd als noodzakelijk beschouwd bij het officialiseren van de beurskoersen, ook al werden deze functionarissen dan niet meer officieel benoemd. Voor het opstellen van de cote was een zekere kennis vereist die enkel de wisselagenten bezaten. De Commissie benadrukte dat het essentieel was dat er een officiële koers bleef bestaan : indien dit niet het geval was kon elke krant immers zijn eigen cote opstellen en die als enige echte laten doorgaan (PDK, 17/11/1864). Om dit officieel karakter te waarborgen was het noodzakelijk dat er een orgaan werd ingesteld dat waakte over de notering van deze “officiële cote”. De leden van dit orgaan zouden op basis van een beurtrol zetelen om te voorkomen dat men binnen het korps van wisselagenten een bevoorrechte kaste creëerde. De dubbele voordracht van de leden door de KvK en de Rechtbank van Koophandel diende als garantie voor het aanstellen van de meest bekwaamste functionarissen. Het onder deze modaliteiten omschreven orgaan, werd in de definitieve wettekst van de beursvorming opgenomen en groeide na 1867 uit tot de beurscommissie.

Brussel, en de gemeentelijke bevoegdheden na de beursvorming van 1867

Wat betreft het toelaten van titels tot de beursnotering week de uiteindelijke wettekst wel af van de voorstellen geuit door de Commissie. Onder druk van de minister van Justitie, Jules Bara, werd het geven van toestemming tot de beursnotering volledig onttrokken aan de overheidcontrole en overgelaten aan de bevoegdheden van de nieuw op te richten beurscommissie. Bara wilde definitief breken met de visie die de overheid voorstelde als absolute garantie voor het beurswezen. Hij meende dat de minste staatsinmenging kon opgevat worden als het inbouwen van een overheidswaarborg op de beursoperaties. Volgens Bara was een tussenkomst van de overheid ook helemaal niet noodzakelijk om te kunnen spreken van een officiële cote. De controle en de rol van de gemeente bij het samenstellen van de beurscommissies in samenspraak met de Kamers en de Rechtbanken van Koophandel, was volgens hem voldoende (PHK, 7/4/1866).

Het standpunt van Bara haalde het in de definitieve wettekst, die werd goedgekeurd op 30 december 1867. De beurskoersen werden net als voordien bepaald op basis van de verhandelingen en transacties die op de beurs werden uitgevoerd. De reeds eerder beschreven beurscommissies, die uit minstens zes en hoogstens vijftien leden werden samengesteld, stonden in voor het vaststellen van de koersen³⁵. De concrete uitwerking van de procedures werd overgelaten aan de lokale reglementen van de verschillende beurssteden die zo snel mogelijk dienden opgesteld te worden. Opvallend was de snelheid waarmee de regering de nieuwe bepalingen wenste te laten ingaan. De wettekst werd reeds op 1 januari 1868 gepubliceerd in de *Moniteur Belge* en ging van kracht op 11 januari van datzelfde jaar (*Moniteur Belge*, *Loi portant révision du titre V, livre 1er du commerce*).

Vanaf die dag waren de gemeentebesturen niet alleen verantwoordelijk voor het benoemen van de commissies voor het vaststellen van de cote, maar moesten ze er ook op toezien dat binnen een zo kort mogelijke periode een intern reglement werd opgesteld dat de beurswerking en alles wat daarbij kwam kijken in goede banen leidde. In Brussel gebeurde de goedkeuring van het nieuwe beursreglement niet tot mei 1874. Waarschijnlijk had men op de inhuizing van het nieuwe “beurspaleis” gewacht om het reglement onmiddellijk te kunnen inpassen in de concrete structuur van het nieuwe beursgebouw (KBR, 2000, pp.72-75). Tot die periode functioneerde de beurs met een voorlopig reglement dat in februari 1868 werd goedgekeurd³⁶.

³⁵ De Beurscommissies van de beurs van Antwerpen en Brussel bestonden elk uit 15 leden, deze van Gent, Dendermonde en Luik telden elk 6 leden. De leden werden gekozen uit een dubbele lijst opgesteld door de Kamer en Rechtbank van Koophandel en benoemd door het gemeentebestuur.

³⁶ In deze studie wordt enkel de case van de beurs van Brussel uitgewerkt. De andere Belgische beurzen hanteerden een quasi parallelle manier van coteren.

Wat het vaststellen van de koersen betrof, stapte de beurs van Brussel onder druk van burgemeester Anspach af van het toepassen van de “criée”. Volgens Anspach vertraagde de “criée” de beurswerking aanzienlijk en verhinderde ze de snelle verwerking van de massa transacties die de beurs van Brussel dagelijks te verwerken kreeg (Bulletin Comm. Brux., 17/2/1868). Aangezien vanaf dan de notities van de wisselagenten als belangrijkste bron dienden voor het opmaken van de cote, werd het vaststellen ervan opnieuw een stuk minder openbaar. Deze nieuwe manier van werken had als voordeel dat men langer en met een bredere groep handel kon drijven, maar het nadeel was dat deze handel voor het publiek veel onoverzichtelijker werd. De volgende jaren drong de Brusselse KvK dan ook herhaaldelijk aan op het terug instellen van de “criée” om de cliënt meer zekerheid en garantie te bieden (Jaarverslag KvK, 1872, pp.55-56). De beurswet van 1867 bepaalde ook dat al wie dat wenste, voortaan werd toegelaten tot het parket en zo kon deelnemen aan het opstellen van de koersen. Het was dus niet langer nodig om ervaring te hebben of te bewijzen dat men over voldoende kennis beschikte om koersen op te stellen. Brussel onderwierp de wisselagenten wel aan een gemeentelijke taks die diende om de onkosten van de beurs te dekken en die impliceerde dat diegenen die de betaling weigerden de toegang tot de beurs en het parket kon ontzegd worden. In 1868 werd deze taks vastgesteld op 50 BEF per jaar, te betalen door alle wisselagenten, makelaars of commissionairs.

Bedrijven, staten of andere geïnteresseerden die een titel wensten te noteren aan de beurs moesten zich voortaan schriftelijk tot de beurscommissie richten (Bastiné, 1876, p.38-40)³⁷. De beurscommissie kon volkomen autonoom beslissen over de toelating van deze titels. Indien de commissie de titels in strijd achtte met het publieke belang, of om welke reden dan ook niet langer wenste te coteren, kon de beurscommissie zonder verder overleg beslissen tot schrapping. In het oorspronkelijke beursreglement werd bepaald dat het weigeren tot notering of het schrappen van titels enkel kon gebeuren mits toestemming van het Brusselse gemeentebestuur. In de praktijk maakte het gemeentebestuur geen gebruik van deze bevoegdheid en volgde ze steeds het advies van de beurscommissie. Sommige leden van de gemeenteraad meenden zelfs dat dit beslissingsrecht de gemeente in een lastige situatie kon brengen en drongen aan op het schrappen van deze bepalingen. In het beursreglement dat in de loop van 1883 werd bekrachtigd, kwamen de bepalingen in kwestie te vervallen (Bull. Comm. de Brux., 11/1883, pp.271-274). Ook in Antwerpen was dezelfde evolutie waar te nemen. De beurscommissie besliste op een autoritaire manier, over de titels die tot de beurs mochten worden toegelaten. In de notulen werden deze beslissingen nauwelijks verduidelijkt. Zo werd bijvoorbeeld in 1882 een notering van “Tramways d’odessa” geweigerd omdat de Beurscommissie van mening was dat er in Antwerpen geen markt bestond voor dit aandeel. Vele andere aandelen werden dan weer zonder enige vorm van verantwoording wel toegelaten (Beurscommissie Ant., notulen, 3/5/1882).

Na 1867 werd het parket gereserveerd voor de transacties op de contantmarkt en van 13.00 uur tot 14.15 uur werden de koersen er vastgesteld door makelaars en wisselagenten op basis van de richtlijnen uitgevaardigd door de beurscommissie. De Brusselse wisselagenten konden ook de koersen melden waaraan ze wensten te kopen of verkopen en deze werden in de uiteindelijke cote opgenomen als “argent” op voorwaarde dat de aanbiedingen hoger waren dan de laagste gecoteerde koers en als “papier” indien de vraagprijs lager was dan de hoogste gecoteerde koers (Bull. Comm. de Brux., 4/5/1874).

Nadat deze koersen werden opgesteld, werd de cote gecontroleerd door twee leden van de beurscommissie die op basis van een beurtrol en voor een periode van twee weken deze taak op zich namen. Deze leden waren bevoegd om koersen te schrappen indien zij meenden dat ze foutief waren. Na deze operatie werd de cote uitgehangen op de beurs en konden er geen koersen meer gewijzigd worden zonder toestemming van deze twee leden die autonoom beslisten of een koers diende geschrapt of behouden. Indien de betrokkenen nog niet tevreden waren met de voorgestelde oplossing kon men in laatste instantie de zaak voor de beurscommissie brengen. Ondanks deze nauwkeurig uitgewerkte procedure om de koersen van genoteerde titels te bepalen, waren het vooral de

aangeboden transacties die bepaalden of een titel al dan niet een koers kreeg. Een voorbeeld uit oktober 1870 leert dat hier vaak het schoentje knelde. Op de koerslijst van 31 oktober 1870, werd er op de 139 aandelennoteringen die de beurs op dat ogenblik telde, slechts bij 9 een effectieve koers genoteerd, nog eens 21 kregen een vermelding “argent” en/of “papier” achter hun naam. Deze cijfers vormen zeker geen uitzondering en weerspiegelen tijdens deze periode een “normale” beursdag. Er was nauwelijks een verschil vast te stellen tussen de diverse sectoren, enkel de banksector scoorde met 8 aandelen met koersvermelding (waarvan 3 effectieve koersen) op een totaal van 17 aandelennoteringen opmerkelijk beter dan de overige sectoren. De obligaties scoorden aanzienlijk beter met 72 koersvermeldingen (waarvan 49 effectieve koersen en 23 argent of papier koersen) op 141 noteringen (Cours Authentique, 31/10/1870).

Indien het in 1867 de bedoeling was van de wetgever om de controle van het opstellen van de beurskoersen over te dragen aan het gemeentelijke bestuursniveau, kan men alleen maar vaststellen dat deze poging heeft gefaald. De gemeentebesturen droegen van bij aanvang hun bevoegdheden over aan de nieuwe beurscommissies, die de volledige controle over het beurswezen verwierven. De controlebevoegdheid door het gemeentebestuur was in de praktijk dan ook veeleer een theoretisch begrip dat uiterst zelden werd toegepast. De vrees voor het creëren van een kaste van superieure wisselagenten, een gevaar waarvoor de commissie voor de hervorming van de “Code de Commerce” had gewaarschuwd, bleek eveneens gegrond, aangezien de doorstroming en beurtrol van de leden van de beurscommissie tot het wettelijke minimum werd beperkt en een selecte groep zich steeds herkozen zag als lid van deze invloedrijke commissie. Voortaan was het toelaten tot de cote, het opstellen van de koersen en het controleren van deze operaties gebundeld in één orgaan : de beurscommissie. Dit nam niet weg dat de kranten termen als “cote officielle” en “cours authentique” bleven gebruiken voor de koersen die door de beurscommissie werden vastgesteld, hoewel er van enige officiële instantie die deze koersen vaststelde geen sprake was.

Naar een ontsparing van het beurswezen ?

De alleenheerschappij van de beurscommissie moest op termijn wel aanleiding geven tot problemen en conflicten. De sterke stijging van het aantal beursnoteringen aan de Belgische beurzen maakte het de beurscommissies daarenboven niet makkelijk om voldoende controle te blijven uitoefenen op het steeds toenemende aantal transacties en het alsmaar complexere geheel van het opstellen van de beurskoersen. De persoonlijke betrokkenheid van de wisselagenten bij het vaststellen van de koersen hielp niet echt om het officiële en onpartijdige karakter van de cote te versterken. Sinds het vrijmaken van het beroep van wisselagent onderhielden velen ook banden met belangrijke banken, waardoor de kans dat de wisselagent onder druk werd gezet niet denkbeeldig was. Instellingen zoals de Société Générale of de Banque de Bruxelles hadden hun vaste wisselagenten waaraan ze hun transacties toevertrouwden (Tienrien, 1933).

Deze problematiek werd nog verscherpt toen de overheid besloot om in 1875 een einde te stellen aan de officiële KvK's³⁷. Op die manier verviel de dubbele controle bij het samenstellen van de beurscommissie. Een controle die volgens de wetgever in 1867 de enige garantie was om blijvend te kunnen spreken van een officiële koersnotering. Aangezien, bij gebrek aan interesse, de lijsten die ingediend werden door de Rechtbanken van Koophandel reeds meerdere jaren een exacte replica waren van de lijsten die door de KvK's werden opgesteld, kwam door het verdwijnen van deze laatste het hele systeem op de helling te staan. Deze beurscommissies waren niet meer samengesteld op basis van de bepalingen van de wet van 1867 en werden juridisch niet meer als officiële instanties

³⁷ Een dergelijke aanvraag moest vergezeld zijn van een titel van de te coteren waarde, een exemplaar van de statuten en alle andere stukken waar de beurscommissie zou om verzoeken (Bulletin Communal de la Ville de Bruxelles, 4/5/1874 : Ville de Bruxelles : Règlement de la Bourse de Commerce, pp.341-360).

³⁸ Officiële KvK's afgeschaft op 11 juni 1875 : Loi portant suppression des chambres de commerce et des fabriques.

beschouwd. Bij verschillende conflicten met wisselagenten en bedrijven die een beursnotering eisten, werd de bevoegdheid van de commissie in twijfel getrokken (Vanthemsche, 1992, pp.226-227). Het begrip “officiële cote” dat reeds na de beurshervorming van 1867 veel aan waarde had moeten inboeten kwam nu helemaal op losse schroeven te staan. Ook in de notulen van de Antwerpse Beurscommissie vindt men sporen terug waarbij het officiële karakter van de Antwerpse cote wordt in twijfel getrokken (bv.zitting 24/1/1879).

Om een einde te maken aan de steeds groeiende golf van protest werd in 1883 op initiatief van de toenmalige minister van Justitie Bara een wet gestemd die de nieuwe toestand diende te legaliseren. Met de nieuwe wettekst zocht hij naar een oplossing om ondanks de afschaffing van de KvK's aan het publiek toch een “officiële” cote te kunnen voorstellen. Het was voor de minister belangrijk dat een officiële publicatie van de koersen fraude onmogelijk zou maken. Daarom werd in de oorspronkelijke wettekst van 1867 de rol van de KvK overgenomen door de algemene vergadering van wisselagenten (Moniteur Belge, 15/6/1883). Volgens minister Bara was dit voldoende om de bestaande toestand te regulariseren en zodoende opnieuw over een officiële cote te kunnen spreken. Het begrip “officieel” dat door de wet van 1867 reeds zeer ruim werd geïnterpreteerd, werd hier zo mogelijk nog verder uitgehouden. De KvK's die tot 1875 hadden gefunctioneerd als een door de overheid benoemd adviesorgaan, werden door de nieuwe wettekst vervangen door een vereniging van wisselagenten, waar iedereen die dat wenste lid kon van worden en wiens leden daarenboven deel uitmaakten van de door hen te benoemen beurscommissie³⁹. De nauwe vervlochtenheid tussen de beurswerking en de wisselagenten werd door de nieuwe wet zo mogelijk nog groter. Aangezien de beurscommissie daarenboven het enige controleorgaan bleef dat toezicht hield op het opstellen van beurskoersen, moet de term “cours authentique” of “cote officielle” zoals deze respectievelijk boven de beursnoteringen van de beurs van Brussel en Antwerpen prijkte, met de nodige omzichtigheid worden benaderd.

Deze relatief beperkte aanpassing van de beurswetgeving betekende de laatste wijziging in het regime van beursnotering voor de 19de eeuw. Tot de grote crisis van de jaren 1930 bleef de 19de eeuwse toestand ongewijzigd, ondanks de eerder aangehaalde bezwaren en tekorten van het systeem. Dit laatste kan er meteen op wijzen dat het met de misbruiken op de beursnotering, die ongetwijfeld nog verder dienen onderzocht te worden, niet zo erg gesteld was als de wettelijke lacunes lieten vermoeden. Tienrien kwam in zijn studie reeds tot de vaststelling dat alle wisselagenten die aan de beurs actief waren ook deelnamen aan het bepalen van de koersen en dat deze grote verscheidenheid garant stond voor betrouwbare resultaten. Het waren vooral titels die slechts een beperkte transactie kenden of die een zeer hoge speculatieve waarde vertegenwoordigden, die voor eventuele manipulatie in aanmerking kwamen en omwille van hun psychologische impact aanleiding gaven tot de vele doemscenario's met betrekking tot de beurstransacties (PHK, 28/1/1902).

Conclusie

De krachtlijnen voor het noteren van de beurskoersen werden reeds uitgezet onder het Franse regime. Ondanks de strenge beursreglementering kregen de wisselagenten de volstrekte vrijheid inzake het opstellen van de cote en het bepalen van de dagelijkse koersen. Dit gebrek aan reglementering kon in de eerste helft van de 19de eeuw worden toegeschreven aan het relatief kleine aantal titels dat via de beurs werd verhandeld, maar ook later werd er nauwelijks geraakt aan het privilege van de koersnotering.

Vanaf de Nederlandse periode werden er wel voor het eerst maatregelen uitgevaardigd ter bescherming van de binnenlandse noteringen en konden buitenlandse titels enkel nog na toestemming van de koning genoteerd worden. Waar het tijdens het

³⁹ De lakse houding die door de Rechtbank van Koophandel in deze kwestie werd aangenomen zorgde ervoor dat de wisselagenten zonder verdere tegenkanting de leden van de beurscommissie konden aanstellen.

Nederlandse bewind in de eerste plaats ging om een theoretische bescherming tegen buitenlandse titels, werden deze bepalingen vanaf 1840, onder druk van minister Liedts, zeer streng toegepast. Dit strakke keurslijf waarin de beurs gedrongen werd betekende op termijn een rem op de beursontwikkeling en lokte voornamelijk vanwege de Antwerpse beurs felle protesten uit.

Deze strenge controle op het noteren van nieuwe titels, veranderde echter nauwelijks iets op het vlak van het vaststellen van de beurskoersen. De wisselagenten behielden hier het absolute alleenrecht en hoefden geen controles of inmenging van externe instellingen te vrezen. De veranderingen die plaatsvonden aan de Brusselse beurs en waarbij men overging tot de oprichting van een parket, gebeurde weliswaar onder ministeriële druk. Ze konden echter enkel mits de goedkeuring van de wisselagenten en via lokale reglementen worden doorgevoerd. Dit werd maar al te duidelijk in Antwerpen waar men onder druk van de wisselagenten en andere betrokken partijen pas na de heropbouw van de beurs in 1872 ruimte voorzag voor het instellen van een parket.

Deze verre gaande autonomie van de wisselagent impliceerde dat de waarde en het vertrouwen in de cote, rechtvaardig waren met het vertrouwen dat de overheid en het publiek in het korps van wisselagenten stelden. Tot de beurshervorming van 1867 waren deze wisselagenten officieel benoemde functionarissen die door de bevoegde minister ook uit hun ambt konden worden ontzet. Naast de relatieve garantie geboden door de overheidstoestemming voor notering aan de beurs, had het publiek ook onrechtstreeks de zekerheid dat bekwaam functionarissen zich ontfemden over het vaststellen van de koersen. Voor deze periode was de term “cote officielle” dan ook gerechtvaardigd en was er sprake van een reële overheidsgarantie bij het vaststellen van de cote.

Met de beurshervorming van 1867 werd dit alles op de helling gezet. Voortaan stond het ambt van wisselagent open voor eenieder die dat wenste en werd het toelaten tot de cote en het opstellen van de koersen de exclusieve bevoegdheid van de beurscommissie. Deze commissie werd reeds zeer snel na de beurshervorming samengesteld op basis van lijsten ingediend door de wisselagenten. Hierdoor verdween elke vorm van externe controle. Dit nam echter niet weg dat men de koersen die door deze commissie werden opgesteld gewoon onder de term “cote officielle” bleef vatten. De vele wisselagenten en de interne controle bleken in de meeste gevallen een voldoende garantie om de waarheidsgetrouwheid van de cote te verzekeren. De beurshervorming en de volstreekte vrijheid nadien speelden ongetwijfeld een rol in de misbruiken die later aan het licht kwamen, maar mogen tegelijkertijd niet worden overroepen. Een belangrijke reden voor de Belgische regering om haar verantwoordelijkheid inzake het noteren van nieuwe aandelen af te bouwen, was juist de moeilijkheden die men ondervond bij het bepalen van de credibiliteit van titels. De staatscontrole vormde helemaal geen garantie om misbruiken in de periode voor de beurshervorming te voorkomen en brachten enkel de staat in een slecht daglicht. Het publiek van beleggers en speculanten was in zekere mate dus steeds aangewezen op zijn eigen gevoel en kennis. Toch bewezen de publicaties in gespecialiseerde kranten en beleggingsbladen dat het publiek de cote, opgesteld door de beurscommissie, aanvaardde als een getrouwe weergave van de marktsituatie en deze globaal genomen als een betrouwbaar werkinstrument beschouwde.

De toekomst zal moeten uitwijzen of de zeer recente ontwikkelingen, waarbij de koersvorming bijna volledig automatisch gebeurt, de belegger niet opnieuw uitsluit van een controle op de prijsvorming. De extreme automatisering heeft de nood aan duidelijke reglementen en een waterdicht controlesysteem alleen maar doen toenemen. Een transparant classificatiesysteem met een aantal basiskennmerken waaraan moderne beurzen moeten voldoen, zoals voorgesteld in de reeds eerder aangehaalde studie van Ruben Lee, kan hierbij van grote hulp zijn.

Pistes voor verder onderzoek

Dit artikel kadert in een ruim opgevat doctoraatsonderzoek betreffende het Belgische beurswezen in de 19de eeuw, met als promotor Prof. Dr. G. Devos en als co-promotoren Prof. Dr. H. Houtman-De Smedt en Prof. Dr. L. Cuyvers. Verschillende van de aangehaalde

stellingen en theorieën zullen in dit onderzoek verder uitgediept worden. De internationale vergelijking, de impact van de buitenbeurstransacties en de misbruiken bij het gebrek aan controle zijn hier slechts enkele van. Een andere zeer interessante onderzoekspiste bestaat in het maken van een comperatieve studie tussen de 19de eeuwse en de actuele toestand, waarbij de studies van bijvoorbeeld Ruben Lee een belangrijke rol kunnen spelen.

Bijlage 1 : Ministers bevoegd voor het beurswezen in België (1830 – 1867)

- 28/3/1831 – 3/8/1831 : De Sauvage (Minister van Binnenlandse Zaken)
- 3/8/1831 – 16/8/1831 : Ch. De Brouckère (Idem)
- 16/8/1831 – 25/9/1831 : Teichman (Idem)
- 25/9/1831 – 21/11/1831 : De Muelenaere (Idem)
- 21/11/1831 – 20/10/1832 : De Theux (Idem)
- 20/10/1832 – 4/8/1834 : Rogier (Idem)
- 4/8/1834 – 18/4/1840 : De Theux (Minister van Binnenlandse Zaken, vanaf 13/1/1837 :
cumulatie met functie Minister van Buitenlandse Zaken)
- 18/4/1840 – 13/4/1841 : Liedts (Minister van Binnenlandse Zaken)
- 13/4/1841 – 30/7/1845 : J.-B. Nothomb (Idem)
- 30/7/1845 – 12/8/1847 : Dechamps (Minister van Buitenlandse Zaken)
- 12/8/1847 – 31/10/1852 : D’Hoffschmidt (Idem)
- 31/10/1852 – 30/3/1855 : H. De Brouckère (Idem)
- 30/3/1855 – 9/11/1857 : Vicomte Vilain XIII (Idem)
- 9/11/1857 – 26/10/1861 : De Vrière (Idem)
- 26/10/1861 – 3/1/1868 : Rogier (Idem)

Bibliografie

1. Archieven

- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2283 : Bourse de Termonde 1843–1867.
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2280¹ : Bourse de Bruxelles : règlements 1836 – 1853.
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2278 : Bourse d’Anvers : Courtiers et Agents de Change.
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2281¹ : Bourse de Gand.
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2285^D : Cote des fonds : actions des sociétés anonymes (1841-’67).
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2285^B : Cote des fonds (1841-1867).
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2285^C : Cote des fonds : Chemins de fer (1845-1866).
- AMBZ, Diplomatiek Archief, Dossier 2285^A : Cote des fonds : Généralités et réglementations.
- AGR, Ancien Fonds Ministère du Finance (T 074), Dossier 320 : Code de Commerce.
- AGR, Ancien Fonds Ministère du Finance (T 074), Dossier 336 : Cote des changes de la bourse d’Anvers.
- AGR, Ancien Fonds Ministère du Finance (T 074), Dossier 378 : Cote officielle des valeurs étrangères.
- RAA, Provincie archief, Dossier J 216 A : Stukken betreffende diverse onderwerpen : beurs, notering van fondsen en obligaties 1840-’65.
- RAA, Provincie archief, Dossier J 193 A : Makelaars jaar IV - 1816
- RAA, Provincie archief, Dossier J 193 B : Makelaars jaar IV – 1816

- RAA, Provincie archief, Dossier J 194 B : Makelaars 1812 - 1840

2. Literatuur

- ANTOINE J., CAPIAU-HUART (M-C) (1998), Titres et bourse, Paris, 2v.
- BAIROCH P. (1976), Commerce extérieur et développement économique de l'Europe au XIX^{ème} siècle, Paris.
- BASTINE L. (1876), Code de la Bourse, Bruxelles, 562p.
- BELGISCHE VERENIGING VAN BANKEN (1996), Tweede hervorming van de beursmarkten : rechtsbepalingen, Brussel, 240p.
- BUELENS F. (2001), De levenscyclus van de beurs van Brussel (1801-2000), in : Maandschrift Economie, april, jrg.65, pp.150-177.
- DE PAEPE J.-L. (ed.) (1996), Le parlement belge 1831-1894: données biographiques, Bruxelles, 1996, 645p.
- DEMOULIN R. (1938), Guillaume 1er et la transformation économique des provinces belges, Liège, 1938.
- DEVOS G. (2001), Over scheepsmakelaars en beunhazen. Een onderbelicht aspect van de maritieme bedrijvigheid te Antwerpen (1811-1867), in : De lokroep van het bedrijf : liber amicorum Roland Baetens, Antwerpen, pp.243 – 257.
- DUNDAS HAMILTON J. (1968), Stockbroking today, London, 331p.
- FAURE E. (1977), La banqueroute de Law, 17 juillet 1720, Paris, 742p.
- FREEDEMAN C. (1979), Joint-Stock enterprise in France 1807-1867, North Carolina, 234p.
- FRERE L. (1951), Etude historique des sociétés anonymes belges, Bruxelles, V1.
- GILLE (B.), Histoire de la maison Rothschild, Genève, 1965-1967, 2 vol.
- KONINKLIJKE BELGISCHE BIBLIOTHEEK (2000), Brussel en de overwelving van de Zenne, Brussel, 102p.
- LANDRY M. (1913), Bourses de commerce, Paris, 125p.
- LAUREYSSENS J. (1992), Aandeelhouders worden anoniem : de naamloze vennootschap en "L'esprit d'association", in : DE CLERCQ G. (ed.), Ter beurze, pp.158 – 167.
- LIMAUGE E. (1864), La bourse et les agents de change, Bruxelles, 251p.
- MICHIE R.C. (1987), The London and New-York Stock Exchanges 1850 –1914, London, 1987, 312p.
- MICHIE R.C. (2001), The London stock exchange : a history, Oxford, 682p.
- LEE R. (2000), What is an exchange?, Oxford, 405p.
- SOBEL R. (1970), The Curbstone Brokers, New-York, 296p.
- TAEVERNIER B. et FERON B. (1997), Le statut et l'organisation des bourses de valeurs mobilières, in : Cahiers AEDBF : De hervorming van de financiële markten en bemiddelaars, Brussel, pp. 143 – 183.
- TEWELES R. & BRADLEY E. (1998), The stock market (7th edition), New York, 568p.
- THIEBAULD C. (1905), Comment former une statistique internationale des valeurs mobilières?, in : Congrès International d'Expansion Economique Mondiale, Mons.
- TIENRIEN (1933), Les cours de bourse à Bruxelles et les abus, Bruxelles, 31p.
- VAN ANTWERP W.C. (1913), The stock exchange from within, New-York, 1913.
- VAN DE VOORDE A. (1994), De penningmeesters van de wetstraat, Tiel, 274p.
- VAN MOLLE P. (1969), Het Belgisch parlement 1894 – 1969, 421p.
- VANDEWALLE G. (1990), De geschiedenis van het economisch denken, Antwerpen, 437p.

- VANTHEMSCHE G. (1992), Van keurslijf naar losbandigheid : de evolutie van de beursreglementering in België in de 19de eeuw, in : DE CLERCQ G. (ed.), Ter beurze, pp.216 – 235.
- VELLE K. (1999), De federale uitvoerende macht : het Ministerie van Justitie, in : VAN DEN EECKHOUT (P.) & VANTHEMSCHE (G.), Bronnen voor de studie van het hedendaagse België, Brussel, pp.327 – 349.
- VERAGHTERT K. (1992), Brussel overvleugelt Antwerpen : de verschuiving van het Belgisch beurscentrum 1800 – 1840, in : DE CLERCQ G. (ed.), Ter beurze, pp.167 - 181.
- WILLEMS H., BUELENS F., CLAASSEN A. (2001), De evolutie van de spoorwegaandelen in de 19de eeuw, in : VAN DER HERTEN B., VAN MEERTEN M.A. en VERBEURGT G. (eds.), Sporen in België. 175 jaar spoorwegen - 75 jaar NMBS, Leuven, pp.120-123.
- WITTE E. (1990), Politieke geschiedenis van België, Antwerpen, 416p.

Engelse abstract

“The formation of stockprices is always important, it means the essence of the stock exchange”, assures us some leading (ex) members of the belgian Stock Exchange. There is a very close connection between the procedure to be quoted on the stock exchange and the determination of the prices itself. During the evolution of the belgian Stock Exchange, both were influenced by the global vision of the governments on the economical structures in general and the functioning of the stock exchange in particular. This paper focused on the legislation and reglementation which determined the rules to get a quotation on the stock exchange and the fixation of prices during the take-off of the belgian stock exchange and the whole 19th century. The different governmentsystems which rules over Belgium during this time span are the background for the pendulum motion between absolute freedom and severe reglementation of the quotation of titles. Much attention is paid to the reform of the stock exchange in 1867, when the belgian government developed some lines of force which controles the stock exchange for decades.