

BEURS EN FINANCIERING

door Drs. D. J. van Dissel

De effectenbeurs vormt evenals bijvoorbeeld de hypotheekmarkt, de markt voor onderhandse leningen en de emissiemarkt een onderdeel of deelmarkt van de Nederlandse vermogensmarkt. De primaire functie van de effectenbeurs kan worden aangeduid met het begrip „liquidity”, het scheppen van de mogelijkheid van dagelijkse of zelfs van continue verhandeling van financieringsinstrumenten, zoals obligaties, pandbrieven, aandelen e.d. Via de effectenbeurs heeft substitutie plaats van de ene effectenbezitter door de andere. De verhandelde effecten kunnen daarbij van hand tot hand gaan zonder dat de uitgevende instelling in het geding is en de invloed van deze mutaties ondergaat. De effectenbeurs wordt ook wel vergeleken met een transformatiecentrum waar op lange termijn vastgelegde middelen worden omgezet in vlot verhandelbare objecten, welke een eigen leven leiden en waarvan de prijsvorming tot stand komt onder invloed van de steeds wisselende factoren van de vraag naar en het aanbod van deze handelsobjecten.

Indien de effectenbeurs in verband wordt gebracht met het vraagstuk van de financiering dient men zich te realiseren, dat hier nimmer van een directe relatie kan worden gesproken. De effectenbeurs immers is primair een markt ter verhandeling van reeds uitgegeven en geplaatste effecten en niet een bassin van waaruit financieringsmiddelen kunnen worden geput. Het taalgebruik blijkt dit ten onrechte wel te suggereren. Men spreekt immers van „naar de beurs gaan” indien men overgaat tot een emissie van aandelen, als ook van „een beroep doen op de beurs” als zou hier een kraan kunnen worden opengedraaid, waaruit de benodigde financieringsmiddelen kunnen worden afgetapt.

Deze onduidelijkheid vloeit voort uit het feit dat de effectenbeurs vaak wordt verward met het begrip emissiemarkt. Hieronder kan worden verstaan het totaal van aanbieders van verhandelbare financieringsinstrumenten en van vragers naar vermogen op lange termijn. De begripsverwarring is te begrijpen omdat de instellingen waarmee de buitenstaander te maken heeft enerzijds als marktprijs op de effectenbeurs optreden en anderzijds een belangrijke rol op de emissiemarkt spelen.

Bovendien zijn de effectenbeurs en de emissiemarkt ook operationeel zeer nauw aan elkaar verbonden en is de activiteit op de emissiemarkt in sterke mate afhankelijk van de situatie op de effectenbeurs. Duidelijk blijkt dit bijvoorbeeld in het geval van een claimemissie. De aan een dergelijke emissie voorafgaande claimhandel geschiedt veelal in een daartoe aangewezen „hoek” op de effectenbeurs. Voorts zou plaatsing van nieuwe effecten zonder twijfel op grote moeilijkheden stuiten, indien kopers van deze waardepapieren niet de verzekering kon worden gegeven, dat zij hun stukken op elk door hen gewenst tijdstip weer van de hand zouden kunnen doen tegen officieel ter beurze genoteerde koersen. Naast deze wat men zou kunnen noemen beschikbaarheidsfunctie van de beurs biedt de effectenbeurs daarenboven aan emittenten de mogelijkheid om de omstandigheden waaronder nieuwe financieringsinstrumenten worden geschapen nauwkeurig te bestuderen, zodat de beurs tevens als toetssteen voor de emissievoorwaarden kan fungeren. Een bloeiende emissiemarkt is dan ook niet denkbaar zonder een per-

fekt georganiseerde effectenbeurs¹⁾). Niettemin zal er steeds sprake blijven van twee afzonderlijke economische fenomenen waarvan de beurs in rangorde zal volgen op de emissiemarkt en voor de financiering niet anders dan een afgeleide functie zal vervullen. Veelzeggend in deze is dan ook de mededeling in een emissieprospectus of introductiebericht, dat - ná de financieringsoperatie - „de notering ter beurze van Amsterdam zal worden aangevraagd”!

De nauwe binding tussen emissiemarkt en effectenbeurs komt voorts duidelijk tot uiting in het feit, dat de Vereeniging voor den Effectenhandel door middel van haar reglementen, die uiteraard in de eerste plaats betrekking hebben op de verhandeling ter beurze, tevens een belangrijke invloed kan uitoefenen op de voorwaarden waaronder op de emissiemarkt nieuwe financieringsinstrumenten worden gecreëerd. Uiteraard heeft deze invloed een indirect karakter en is de Vereeniging geen partij bij het bepalen van de prijs, waartegen een emittent zijn diensten aan een uitgevende instelling aanbiedt. Niettemin pleegt een emittent reeds bij het vaststellen van de vorm waarin de emissie of de introductie wordt gegoten nauwkeurig rekening te houden met de voorwaarden der Vereeniging inzake het opnemen der nieuwe financieringsinstrumenten in de beursnotering.

Het is in dit verband misschien nuttig een overzicht te geven van enige elementaire begrippen en van enige hoofdregels, die bij aanvragen voor beursnotering aan de orde worden gesteld. Deze hoofdregels zijn vastgelegd in het Fondsenreglement van de Vereeniging voor den Effectenhandel - houdende bepalingen voor het opnemen van fondsen in de Prijscourant. Dit reglement werd laatstelijk herzien in 1957, waarna het met ingang van 1 januari 1958 in werking trad.

Naast dit reglement bestaan er inzake de notering enige bij wijze van afzonderlijk voorschrift door de Vereeniging gestelde voorwaarden. Daarenboven zijn er een aantal bij ingewijden algemeen bekende usances, die echter moeilijk in reglements-bepalingen kunnen worden vastgelegd.

Van belang is erop te wijzen, dat het reglement een duidelijk onderscheid maakt tussen de begrippen emissie, introductie door emissie en introductie door verhandeling en van elk van deze begrippen een definitie geeft, welke wij hier gaarne laten volgen ter voorkoming van begripsverwarring. De in elke definitie opgenomen woorden „onder indiening van een aanvraag tot opneming in de Prijscourant” wijzen erop van welk beginsel men bij de opstelling van de definitie steeds is uitgegaan.

Onder *emissie* wordt verstaan het uitgeven of afgeven van effecten, waarbij in Nederland de gelegenheid tot inschrijving openstaat, onder indiening van een aanvraag tot opneming in de Prijscourant van de uit te geven of af te geven stukken.

Een *introductie door emissie* is de gelegenheid tot het uitgeven of afgeven van effecten, waarbij in Nederland de inschrijving open staat, onder indiening van een aanvraag tot opneming in de Prijscourant van de geëmitteerde en de reeds uitstaande stukken van een nog niet in de Prijscourant opgenomen fonds.

Onder *introductie door verhandeling* wordt verstaan het met toestemming van het Beursbestuur doen verhandelen ter beurze van Amsterdam van stukken van een nog niet in de Prijscourant opgenomen fonds, onder indiening van een aanvraag tot opneming in de Prijscourant.

De voor deze bijdrage beschikbare ruimte laat niet toe uitvoerig in te gaan op

¹⁾ Drs. C. A. Klaasse, Beurs en Emissiebedrijf, Beursplein 5 mei 1966.

de vele bepalingen van het Fondsenreglement. Getracht zal worden in het onderstaande enige hoofdzaken zo beknopt mogelijk weer te geven, waarbij wat uitvoeriger zal worden ingegaan op de vorm waarin de emissie of introductie aan derden wordt bekend gemaakt, namelijk het prospectus of bericht.

De voorwaarden waaraan moet worden voldaan om voor een fonds toestemming tot notering te verkrijgen, kunnen ruwweg worden verdeeld in vier categorieën.

In de eerste plaats bevat het reglement vereisten met betrekking tot emissie en introductie, zoals plaats waar en periode gedurende welke de inschrijving openstaat, de termijnen die in acht moeten worden genomen tussen de dag van verkrijgbaarstelling van het prospectus of bericht en de inschrijving respectievelijk de eerste dag van verhandeling, het aantal dagen tussen de laatste dag van inschrijving en de dag van storting, de omvang van het door emissie te introduceren bedrag - ten minste f 500.000,— nominaal - en de verplichte publiciteit ingeval van wijziging van het ter inschrijving aangeboden bedrag.

Daarnaast zijn van belang de bepalingen, die betrekking hebben op de inhoud van het uit te geven prospectus of bericht en de gegevens omtrent de uitgevende instelling. Ook hier moet worden volstaan met het vermelden van enige hoofdzaken al vormen ook deze een lange opsomming.

- 1 feitelijke gegevens omtrent de uitgevende instelling: naam, plaats van vestiging, namen van bestuurders en commissarissen, datum van oprichting, datum van laatste statutenwijziging, bedrag van het maatschappelijk, geplaatst en gestort kapitaal, gespecificeerd naar soorten van aandelen.
- 2 de vastgestelde balansen en winst- en verliesrekeningen over de laatstverlopen twee boekjaren, voorzien van een toelichting.
- 3 gegevens over het lopende boekjaar.
- 4 indien de emissie of introductie plaats heeft in de loop van het eerste boekjaar, de openingsbalans.
- 5 indien de balans en de winst- en verliesrekening over het laatst verlopen boekjaar nog niet zijn vastgesteld of indien het boekjaar, waarin het prospectus of bericht wordt uitgegeven voor meer dan de helft is verstreken zodanig aanvullende gegevens omtrent de financiële toestand, waaronder een tussentijdse balans en winst en verliesrekening als het Bestuur der Vereeniging wenselijk acht.
- 6 een zo uitgebreid mogelijke specificatie van en toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening.
- 7 alle verdere gegevens, wenselijk voor het vormen van een oordeel omtrent de gang van zaken bij en de financiële situatie van de uitgevende instelling, zowel in het heden als in het verleden, alsook omtrent de vooruitzichten.
- 8 een accountantsverklaring betreffende de opgenomen, door aandeelhouders goedgekeurde balansen en winst- en verliesrekeningen c.q. betreffende de openingsbalans.
- 9 statutaire bepalingen omtrent het doel, de uitgifte van nieuw kapitaal en het aangaan van een lening, de rechten belichaamd in de verschillende soorten aandelen, benoeming van bestuurders en commissarissen, de winstverdeling, het stemrecht, statutenwijzigingen en liquidatie²⁾.

²⁾ Mr. J. G. N. de Hoop Scheffer. Vereisten voor beursnotering, De Naamloze Vennootschap, februari 1953.

In het bovenstaande werd volstaan met het geven van algemene richtlijnen. Het is gebruikelijk elke uitgevende instelling afzonderlijk op haar eigen merites te beoordelen en afhankelijk van de aard van het bedrijf nadere gegevens te verlangen. Als voorbeelden kunnen worden genoemd: inlichtingen over deelnemingen, bestaande investeringsplannen, de omzetten, eventueel het deel dat voor export is bestemd, het aantal werknemers en het al of niet aanwezig zijn van verplichtingen uit deze hoofde. Door zachte drang van de zijde der Vereeniging is de publiciteit omtrent de onderneming de laatste decennia aanzienlijk verbeterd aangezien de steeds strengere bepalingen met betrekking tot de inhoud van het prospectus ertoe hebben geleid, dat ook in de jaarverslagen uitvoeriger en gedetailleerder gegevens werden opgenomen.

Inzake het te emitteren of te introduceren fonds moeten in het prospectus worden vermeld:

- a. het bedrag en/of het aantal stukken dat ter inschrijving wordt aangeboden, de inschrijvingsvoorwaarden en de mededeling dat bij overtekening der emissie systematisch zal worden toegewezen.
- b. het doel van de emissie.
- c. de tekst van de leningsvoorwaarden, trustacte, administratievoorwaarden of voorwaarden van beheer en bewaring.
- d. de verjaringstermijnen van dividenden, rente of andere uitkeringen, zomede van betaalbaar gestelde hoofdsommen.

Een aanvraag tot beursnotering kan slechts in behandeling worden genomen, indien hierbij een lid der Vereeniging als intermediair tussen de uitgevende instelling en het secretariaat der Vereeniging optreedt. In de praktijk heeft veelal reeds in een vroeg stadium overleg plaats, waarbij geheimhouding van de over te leggen stukken gewaarborgd is.

In de derde plaats zijn in het reglement uitvoerig vastgelegd de vereisten met betrekking tot leningsvoorwaarden, trustees, trustactes, administratiekantoren, beheerders, bewaarders en derden, administratievoorwaarden en voorwaarden van beheer en bewaring zomede met betrekking tot statuten van administratiekantoren.

Ten slotte bevat het Fondsenreglement richtlijnen en voorschriften omtrent de technische uitvoering en de tekst van effecten.

Afgezien van deze formele en min of meer normenscheppende functie vervullen de effectenbeurs en de emissiemarkt in het geheel van de Nederlandse vermogensmarkt een belangrijke rol op het gebied van vermogensdistributie. Voor een goed begrip zij hier echter opgemerkt, dat deze rol een in hoofdzaak additioneel karakter heeft.

Beoordeeld naar zijn kwantitatieve betekenis is de vermogensstroom die via de emissiemarkt wordt geleid relatief beperkt van omvang.

Ultimo 1965 bedroeg de waarde van het totaal in de beursnotering opgenomen bedrag aan Nederlandse aandelen respectievelijk certificaten en obligaties rond *f* 57 miljard. Hiervan had *f* 39 miljard betrekking op aandelen respectievelijk certificaten en *f* 18 miljard op obligaties. In hetzelfde jaar beliep het reële bedrag

2) Jaarverslag Vereeniging voor den Effectenhandel 1965.

dat op de openbare vermogensmarkt werd opgenomen *f* 2,1 miljard of nog geen 4% van het totaal in de notering opgenomen bedrag³⁾.

De onderstaande tabel bevat een overzicht van de omvang van het reële beroep op de openbare emissiemarkt in de jaren 1960 - 1966.

Reële bedragen, volgens stortingsdatum, opgenomen op de Nederlandse emissie-markt (in miljoenen guldens):

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
OBLIGATIES	1.853	1.528	1.193	1.592	1.535	2.015	2.153
w.v. Rijk	936	643	297	996	652	434	447
w.v. BNG*	692	247	292	497	421	648	833
AANDELEN	170	134	462	73	210	129	56
TOTAAL	2.023	1.662	1.656	1.665	1.545	2.145	2.209

* Bank voor Nederlandsche Gemeenten.

Uit het bovenstaande overzicht blijkt, dat het via de emissiemarkt opgenomen bedrag de laatste jaren schommelde tussen *f* 1,5 miljard en *f* 2,2 miljard per jaar. Opvallend is dat de aandelenemissies een ondergeschikt percentage van dit bedrag vormen en dat verreweg het grootste deel der opgenomen gelden het karakter heeft van obligatieleningen. Een belangrijk percentage van deze leningen wordt uitgegeven ten laste van het Rijk en de Bank voor Nederlandsche Gemeenten. Vooral na 1956 is laatstgenoemde instelling voor de emissiemarkt van grote betekenis geworden, als gevolg van de door de overheid bevorderde concentratie in de financiering van de lagere overheidsorganen.

De kwantitatieve betekenis van de openbare emissiemarkt kan ook worden gerelateerd aan de cijfers inzake de investeringen in vaste activa. Hierbij dient te worden opgemerkt, dat deze cijfers betrekking hebben op de bruto investeringen, waaronder zowel de vervangings- als de uitbreidingsinvesteringen zijn begrepen. De bruto investeringen bedroegen in 1966 circa *f* 19 miljard. Blijkens bovenstaand overzicht vormen de emissiecijfers in dat jaar hiervan slechts een ondergeschikt percentage.

Het is duidelijk dat naast de emissiemarkt en de daarmee verbonden effectenbeurs er andere en bredere kanalen bestaan, waarlangs financieringsmiddelen naar het bedrijfsleven en de overheid kunnen vloeien. Gewezen kan worden op de mogelijkheid van financiering uit vrijgekomen middelen of uit ingehouden winsten. Daarnaast kan melding worden gemaakt van de onderhandse lening op schuldbekentenis, die vooral de laatste decennia als financieringsinstrument aanzienlijk aan betekenis heeft gewonnen. Dit kan onder meer worden geïllustreerd met behulp van enige cijfers uit de verzekeringssector. Volgens een opgave van de Nederlandse levensverzekeringmaatschappijen⁴⁾ maakten de leningen op schuldbekentenis medio 1966 niet minder dan 48,4% uit van de totale belegde bedragen, die een waarde hadden van bijna *f* 13,5 miljard. De onderhandse leningen tezamen met de hypothecaire leningen vertegenwoordigen zelfs een bedrag groot *f* 10,4 miljard of 77% van het totale belegde bedrag. De financiële operaties van de verzekeringmaatschappijen beperken zich sinds geruime tijd niet alleen of in hoofdzaak tot de overheid. Na 1945 zijn de verzekeringmaatschap-

4) De Telstrook, nummer 2/66.

pijen zich in toenemende mate ook gaan toeleggen op de financiering van het bedrijfsleven. Aangenomen mag worden, dat medio 1966 voor een bedrag van rond f 4 miljard of 30% van het totaal der beleggingen in het bedrijfsleven was geïnvesteerd.

In de derde plaats kan worden gewezen op de toenemende betekenis van leningen op middellange termijn.

Recapitulerend kan worden opgemerkt, dat zowel het bedrijfsleven als de overheid een keuze kunnen doen uit verschillende mogelijkheden om hun financieringsvraagstukken op te lossen. De emissiemarkt annex effectenbeurs vormt een der alternatieve mogelijkheden en blijktens de gepubliceerde cijfers is deze in kwantitatieve zin niet de belangrijkste. Dit neemt echter niet weg, dat aan de emissiemarkt en de effectenbeurs toch een ruimere betekenis mag worden toegekend dan een louter kwantitatieve benadering zou doen veronderstellen. Evenzeer als de effectenbeurs een toetssteen vormt voor de marktpartijen op de emissiemarkt bij het bepalen van de voorwaarden waarop financieringsinstrumenten kunnen worden uitgegeven en geplaatst, vormt de effectenbeurs eveneens voor tussenpersonen op de overige deelmarkten van de Nederlandse vermogensmarkt een zeer belangrijk hulpmiddel om hun voorwaarden te toetsen. Het individuele en besloten karakter van de transacties op laatst bedoelde deelmarkten maakt het veelal moeilijk of soms zelfs onmogelijk om een duidelijk overzicht te verkrijgen van de factoren die de prijsvorming bepalen. Pogingen om hierin verbetering te brengen, onder andere door de stichting van een Vereniging tot Bevordering van de handel in Onderhandse Leningen en het organiseren van een centrale „markt” voor de verhandeling van onderhandse leningen, hebben tot dusverre niet het gewenste resultaat opgeleverd. Nadat deze slechts zeer kort had „gefungeerd”, werd in januari 1966 besloten de centrale „markt” te sluiten. De effectenbeurs daarentegen biedt reeds enige eeuwen een mogelijkheid tot dagelijkse verhandeling en notering van fungibele vermogenstitels. Als een fijngevoelig instrument registreert de beurs onmiddellijk de invloeden, die uit verschuivingen in de vraag en het aanbod resulteren, zodat het prijsvormingsproces nauwkeurig kan worden gevolgd. Mede door de periodieke publicatie der noteringen is het mogelijk van dag tot dag, ja zo nodig zelfs van minuut tot minuut, rendementsverschuivingen op deze vermogensmarkt vast te stellen.

Voor al op grond van deze in zekere zin unieke functie vormt de effectenbeurs een belangrijk en in vele opzichten zelfs een onmisbaar baken, waarop marktpartijen op de overige deelmarkten van de Nederlandse vermogensmarkt hun koers kunnen bepalen.

De betekenis van de effectenbeurs voor de financiering heeft derhalve uitsluitend een indirect karakter en voor zover de beurs verbonden wordt met het begrip emissiemarkt is haar betekenis in hoofdzaak van additionele aard. Niettemin bezet zij in het geheel van de financieringsoperaties, waarbij vermogen op lange termijn in het geding is, een sleutelpositie en dient zij ter oriëntering van allen, die belang hebben bij een zo goed mogelijk functioneren van de vermogensmarkt.