

Het Europese beurzenland- schap in beweging

Piet Moerland

SAMENVATTING Het Europese beurzenlandschap is zich ingrijpend aan het herschikken. Beurzen gaan zelf 'naar de beurs' en bevinden zich in een proces van opschaling. De beurzensector gaat daardoor steeds meer lijken op andere sectoren in de economie, waarin winstgerichte ondernemingen met elkaar concurreren dan wel samenwerking zoeken. In deze bijdrage wordt onder andere aandacht besteed aan de consequenties van deze ontwikkelingen voor de kwaliteit en efficiency van de marktwerking, inclusief handel, clearing en settlement. Voorts wordt de rol van het toezicht belicht, en wel op drie onderscheiden niveaus: het toezicht binnen ondernemingen, het toezicht van beurzen op genoteerde ondernemingen, en het toezicht op effectenbeurzen. Tenslotte wordt aandacht gevraagd voor saillante ontwikkelingen inzake de rechten van de kapitaalverschaffers.

1 Inleiding

Het Europese beurzenlandschap is zich in rap tempo aan het herschikken. De oudste effectenbeurs ter wereld, die van Amsterdam, heeft na bijna 400 jaar haar zelfstandigheid prijsgegeven door op te gaan in Euronext, tezamen met de beurzen van Brussel en Parijs. Onlangs heeft de Portugese effectenbeurs zich hierbij aangesloten. Euronext ontpopte zich vorig jaar als winnaar in de overnamestrijd om de London International Financial Futures and Options Ex-

Prof. Dr. P.W. Moerland is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance aan de Universiteit van Tilburg. Hij was lid van de Commissie-Peters. De auteur is Mr. P. Arlman (Federation of European Securities Exchanges) en Drs. J.F.M. Peters zeer erkentelijk voor hun waardevolle suggesties bij een eerdere conceptversie. Uiteraard is de auteur als enige verantwoordelijk voor de inhoud van dit artikel.

change, Liffe, daarbij concurrerende partijen als de London Stock Exchange en Deutsche Börse achter zich latend. Kennelijk was Liffe een zeer begeerde bruid, de betaalde overnamesom loog er niet om, maar het was, aldus een zegsman van Euronext, een 'kwestie van eten of gegeten worden'. Deze kwalificatie tekent het karakter van het internationale speelveld, waarin de financiële beurzen zijn aangeland. De herschikking van het Europese beurzenlandschap voltrekt zich in een tamelijk hoog tempo en het einde van deze consolidatieslag is bepaald nog niet in zicht. Ook allianties met beurzen in andere werelddelen, zoals de New York Stock Exchange en Nasdaq, kunnen niet worden uitgesloten. Door elke majeure fusie- of overnamebeweging worden de concurrentieverhoudingen door elkaar geschud, hetgeen veelal nieuwe zetten uitlokt. De beurzensector gaat in dit opzicht steeds meer overeenkomst vertonen met andere sectoren in de economie, waarin grensoverschrijdende fusie- en overnameprocessen al veel langer aan de orde zijn. In dit verband valt ook te wijzen op de tendens dat beurzen zelf 'naar de beurs gaan', mede ter verkrijging van de voor expansie benodigde financieringsmiddelen. Effectenbeurzen zijn meer en meer winstgerichte ondernemingen geworden, die mede op hun financiële prestaties worden beoordeeld en afgerekend¹.

In dit artikel worden achtergronden en gevolgen van de herschikking van het beurzenlandschap geschetst. Daarbij zal vanzelfsprekend in het bijzonder aandacht worden besteed aan Euronext en de daaraan genoteerde ondernemingen.

Paragraaf 2 is gewijd aan een schets van enkele belangrijke ontwikkelingen op de kapitaalmarkt, welke de opschaling in de beurswereld bevorderen. In paragraaf 3 worden enkele aspecten van dit opschalingsproces nader belicht, in het bijzonder de huidige relatieve positie van Euronext. Paragraaf 4 gaat in op de consequenties van deze opschaling voor de kwaliteit en efficiency van de marktwerking. De gevolgen

voor onderscheiden segmenten van beursvennootschappen worden in beeld gebracht. Voorts wordt afzonderlijk aandacht besteed aan handel, clearing en settlement. Paragraaf 5 biedt een beknopt overzicht van kenmerkende eigendomsstructuren van beursvennootschappen in diverse delen van Europa. In paragraaf 6 staat het toezicht centraal, en wel op drie verschillende niveaus: het toezicht binnen ondernemingen, het toezicht van beurzen op genoteerde ondernemingen, en het toezicht op effectenbeurzen. Van elk van deze niveaus worden enkele ontwikkelingslijnen aangegeven. In paragraaf 7 worden enkele aspecten belicht aangaande de rechten van kapitaalverschaffers. Paragraaf 8 bevat enkele bespiegelingen over het toekomstperspectief.

2 Ontwikkelingen kapitaalmarkt

De kapitaalmarkt vervult een wezenlijke functie bij de allocatie van vermogen en bij de verdeling van financiële risico's. Het is van belang dat de kapitaalmarkt soepel, efficiënt en tegen lage transactiekosten functioneert. Een goed ontwikkelde kapitaalmarkt levert in het algemeen een belangrijke bijdrage aan het investeringsklimaat en aan het scheppen van welvaart. Door allerlei ontwikkelingen hebben financiële markten een internationale dimensie aangenomen. In de laatste decennia van de vorige eeuw heeft zich binnen Europa een proces van liberalisering en deregulering voltrokken, waardoor grensoverschrijdend kapitaalverkeer sterk is bevorderd. Vanuit het bedrijfsleven zelf en ook vanuit de financiële wereld (banken, verzekeraars, institutionele beleggers) heeft het activiteitenpatroon, en daaraan gepaard gaand het financiële verkeer, zich in hoog tempo geïnternationaliseerd. Steeds meer fusies, overnames en allianties hebben een grensoverschrijdend karakter, steeds meer ondernemingen kennen een notering aan meer dan één effectenbeurs, de Europese markt voor bedrijfsobligaties maakt een stevige groei door, en de (internationale) derivatenmarkten zijn welhaast explosief in omzet gestegen. Inmiddels is de euro in een groot aantal EU-landen in de plaats getreden van de nationale munt, hetgeen katalyserend werkt ten aanzien van voortgaande Europese opschaling op allerlei terrein. De invloed van de euro op het herschikkingsproces van Europese beurzen kan nauwelijks worden overschat. Denk alleen aan het beleid van vele pensioenfondsen die hun nationale portefeuilles naar eurobeleggingen aan het converteren zijn (of dat reeds hebben gedaan). De internationalisering houdt uiteraard niet bij de grenzen van Europa op. Integendeel, de financiële markten hebben een sterk

mondiaal karakter gekregen. Diverse Nederlandse ondernemingen beschikken over een notering aan de New York Stock Exchange of Nasdaq. De nadruk ligt in deze bijdrage op de Europese context. Veel vragers en aanbieders op de kapitaalmarkt hebben een internationale oriëntatie en dat stelt eisen aan het functioneren van effectenbeurzen. De prijsvorming van aandelen, obligaties en andere vermogenstitels is gediend bij breedte en diepte van de markt. Door opschaling kunnen deze aspecten meer tot hun recht komen, hetgeen een gunstige invloed kan uitoefenen op de marktliquiditeit, op de (informatie-)efficiency van de prijsvorming en op het niveau van de transactiekosten. De werking van financiële markten berust op omvangrijke toepassingen van informatietechnologie, waarmee aanzienlijke schaalvoordelen zijn te behalen. Opvoering van marktliquiditeit gaat gepaard met kleinere bid-ask spreads en geringere risico's voor degenen die vraag en aanbod bij elkaar brengen². Bovendien leidt marktverruiming en -verdieping tot grotere aandacht van beleggers en intermediairs voor althans het topsegment van de genoteerde ondernemingen, hetgeen de kwaliteit van de informatie en daarmee de efficiëntie van de prijsvorming ter beurse kan bevorderen. De tendens tot schaalvergroting is dus goed verklaarbaar op grond van allerlei ontwikkelingen op de kapitaalmarkt, zowel aan de aanbodzijde als aan de vraagzijde. Ook de ontwikkeling van de technologie en veranderingen in wet- en regelgeving (deregulering en liberalisering) hebben een belangrijke impuls gegeven aan de internationalisering van financiële markten en effectenbeurzen³.

Het ligt voor de hand dat beurzen inspelen op de zich ontwikkelende behoeften bij vragers en aanbieders. Die behoeften laten een gedifferentieerd patroon zien. Een onderneming die deel uitmaakt van de AEX-index heeft andere behoeften en wensen dan een kleine smallcap. Het spreekt vanzelf dat een grensoverschrijdende fusie van effectenbeurzen een verschillende betekenis zal hebben voor een largecap in vergelijking tot een smallcap. Het kan zelfs zo zijn dat kleinere, lokale, fondsen er op achteruitgaan, ten minste in hun eigen beleving. Naarmate de financiële markten meer integreren, kunnen wellicht ook smallcaps de vruchten gaan plukken van de marktvergroting en -verdieping die daarmee gepaard gaat. Ook de keuze voor de te hanteren handelssystemen is in dit opzicht van belang.

3 Het Europese beurzenlandschap

Zoals gezegd leiden de herschikkingsprocessen in het beurzenlandschap tot wijzigingen in de onderlinge

verhoudingen. Voordat Amsterdam Exchanges opging in Euronext nam deze, gemeten naar marktkapitalisatie, de vijfde plaats in Europa en de negende plaats ter wereld in. Thans neemt Euronext de tweede positie binnen Europa in, na de London Stock Exchange, althans gerekend naar aantallen genoteerde ondernemingen. Wanneer de omzet als criterium wordt genomen, ligt Euronext op kop.

De toptien van de aan Euronext genoteerde ondernemingen, gerekend naar marktkapitalisatie per ultimo juni 2002, is vermeld in onderstaande tabel (bron: Euronext, juli 2002).

Tabel 1. Top 10 by market capitalisation (€ billion)

Name	Country	Capitalisation
Royal Dutch	NL	120
TotalFinaElf	FR	117
Aventis	FR	57
L'Oréal	FR	53
ING Groep	NL	52
BNP Paribas	FR	50
Sanofi Synthelabo	FR	45
Carrefour	FR	39
Unilever	NL	38
Philips Electronics	NL	37

De twee grote oliemaatschappijen, Royal Dutch en TotalFinaElf maken samen meer dan tien procent uit van de totale Euronext-kapitalisatie. De toptien ondernemingen nemen tezamen meer dan dertig procent voor hun rekening. Er zijn dus aanmerkelijke verschillen in omvang tussen genoteerde ondernemingen. Sommige ondernemingen hebben wellicht meer belang bij het Europese opschalingsproces dan andere. Zo is uit de hoek van Nederlandse smallcaps aanvankelijk uiterst kritisch gereageerd op de plannen van Euronext, in het bijzonder ten aanzien van het te voeren handelssysteem (introductie van animateurs, verdwijnen van hoeklieden).

Op het terrein van derivatenhandel zijn er thans twee leidende beurzen in Europa actief: de Duits-Zwitserse Eurex en de combinatie Euronext-Liffe. Door de recente herschikkingsbewegingen is de relatieve positie van de London Stock Exchange in betekenis afgenomen. Uit die hoek zijn ongetwijfeld initiatieven te verwachten. De kleinere beurzen van Europa zullen vroeg of laat aansluiting zoeken bij een van de grotere. De consolidatieslag is bepaald nog niet ten einde. Hoeveel en welke financiële beurzen er uiteindelijk in

Europa over zullen blijven, is moeilijk aan te geven. De toekomst zal het leren⁴.

4 Kwaliteit en efficiency van marktwerking

Het spreekt vanzelf dat de dimensies waarlangs de effectenhandel zich organiseert, invloed ondervindt van de dimensies waarlangs de vragers en aanbieders van vermogenstitels zich ontwikkelen. Een belangrijk deel van de Nederlandse beursvennootschappen kent een internationaal gespreide beleggerspopulatie. Omgekeerd, steeds meer beleggers richten zich op de Europese in plaats van op de lokale vermogensmarkt. Dit proces is door de invoering van de euro in een stroomversnelling geraakt. Er vinden steeds meer grensoverschrijdende fusies en overnames plaats. Een beduidend aantal beursfondsen kent een meervoudige notering, dat wil zeggen aan twee of meer effectenbeurzen⁵. De noodzaak tot grensoverschrijdende opschaling van effectenbeurzen in Europa wordt niet door alle genoteerde ondernemingen in dezelfde mate gevoeld. De aankondiging van het samengaan van de effectenbeurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs in Euronext ondervond destijds bij een aantal bestuursvoorzitters van midcaps en smallcaps een minder enthousiast onthaal, aangezien zij een verslechtering van de handelspositie van hun vermogenstitels vreesden. Met name de voorgestelde overgang naar het Franse animateur-systeem riep nogal wat weerstanden op. Veel van deze fondsen werken inmiddels met één of meer 'liquidity providers', die de marktliquiditeit verruimen, onder andere door zelf posities in 'hun' fondsen te onderhouden⁶. Alleen weinig liquide fondsen die niet met een 'liquidity provider' werken, zijn aangewezen op een veilingssysteem, waarbij geen doorlopende handel plaatsvindt, maar er slechts twee handelsmomenten per dag zijn. De geringe liquiditeit is overigens bij sommige van deze ondernemingen een gevolg van een relatief beperkte 'free float' en ligt dus binnen hun eigen invloedssfeer.

Begin dit jaar heeft Euronext een tweetal nieuwe segmenten geïntroduceerd: NextPrime en NextEconomy. Kleine en middelgrote fondsen zouden daardoor beter onder de aandacht van beleggers kunnen worden gebracht. NextPrime is het segment voor bedrijven die actief zijn in traditionele sectoren als voedingsindustrie, chemische sector, olie, gas en automobielenindustrie. NextEconomy is ontworpen voor bedrijven die actief zijn in nieuwe technologie sectoren, zoals telecommunicatie, de media, informatietechnologie, biotechnologie en e-commerce⁷. Opname in de NextPrime- en NextEconomy-segmenten geschiedt op basis van vrijwilligheid.

Tot nu toe stelt de belangstelling van Nederlandse mid- en smallcaps teleur. Mogelijk houdt dit verband met de relatief hoge eisen die door Euronext aan opname in de segmenten worden gesteld, zoals financiële rapportage op kwartaalbasis⁸. Niettemin zou toetreding tot een van deze segmenten bevorderlijk kunnen zijn voor de marktliquiditeit en marktwaardering van de desbetreffende beursfondsen, aangezien hun zichtbaarheid daardoor zou kunnen verbeteren.

Voor de grote liquide beursfondsen (het topsegment in de Euronext 100 index en de 150 daarop volgende bedrijven in de Next 150 index) zijn de potentiële voordelen van de grensoverschrijdende opschaling van effectenbeurzen voor de hand liggend. Dat geldt overigens niet alleen voor aandelen, maar ook voor andere vermogenstitels als obligaties en derivaten. Door de creatie van een grootschalig platform, waarop internationaal georiënteerde vragers en aanbieders elkaar treffen, kunnen voordelen worden geplukt van assortimentsvernieuwing, standaardisatie, harmonisatie en transparantie.

Schaalvergroting zou zich ook moeten vertalen in lagere transactiekosten. In dit verband is het dienstig om een drietal elementen van een effectentransactie te onderscheiden⁹, te weten: (a) prijsvorming op de beurs, (b) clearing, en (c) settlement.

Wat de prijsvorming betreft, dient nader wetenschappelijk onderzoek uit te wijzen of de 'bid-ask spreads' (als belangrijkste component van de handelskosten) structureel kleiner zijn geworden. De eerste verkenningen terzake lijken deze conclusie nog niet te kunnen rechtvaardigen¹⁰. Ook de marktimpact is van belang bij de beoordeling van prijsvorming.

Op het terrein van clearing zijn in Europa (evenals in de Verenigde Staten) al forse stappen gezet inzake netting. Euronext heeft met het Clearing 21-systeem een begin gemaakt voor het netten van transacties in effectenproducten en derivaten. Zodra de migratie, naar verwachting in 2003, geheel zal zijn voltooid, zal het clearingsysteem van Euronext (Clearnet) getransformeerd zijn van zes systemen tot een enkel systeem. Ook het London Clearing House kondigde onlangs aan dat effectenhuizen die handelen op de London Stock Exchange niet meer alle transacties hoeven door te sturen naar de settlement voor afhandeling, maar mogen salderen. Naar verluidt zal ook de Deutsche Börse overgaan tot netting¹¹.

Op het terrein van settlement vindt eveneens een consolidatiebeweging plaats. Euronext heeft besloten om haar settlementactiviteiten uit te besteden aan Euroclear, de grootste internationale settlementorganisatie

in Europa. Euroclear heeft het Britse Crest overgenomen en het lijkt waarschijnlijk dat ook de Italiaanse en Spaanse settlementorganisaties zich hierbij zullen aansluiten¹². Aldus kunnen aan klanten uniforme settlementsprocedures worden aangeboden. Ook kunnen lagere settlementstransactiekosten worden gerealiseerd. In hoeverre de kostenbesparingen ook zullen worden doorgegeven, valt overigens nog te bezien.

Het consolidatieproces van clearing en settlement is nog in volle gang. De standaardisatie en harmonisatie die hierdoor worden mogelijk gemaakt, zullen tot een efficiëntere en goedkopere afwikkeling van beurstransacties leiden, waardoor de internationale beurshandel verder zal worden gestimuleerd. Wel is het zaak om uiteindelijk een zodanig aantal spelers in Europa te behouden dat gezonde concurrentieverhoudingen zijn gewaarborgd.

5 Uiteenlopende eigendomsstructuren van Europese beursvennootschappen

De ene beursvennootschap is de andere niet. Er bestaan grote verschillen in eigendoms- en beheersstructuren in diverse landen van Europa. In het Verenigd Koninkrijk is evenals in de Verenigde Staten sprake van een tamelijk wijdverspreid aandelenbezit. De rol van institutionele beleggers is in het Verenigd Koninkrijk van beduidende betekenis; meer dan 60% van de aandelen van aan de London Stock Exchange genoteerde Engelse ondernemingen bevindt zich in handen van pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en andere instituten. De beursvennootschappen zijn in het Verenigd Koninkrijk niet of nauwelijks beschermd. Daar is sprake van een liberale overnamemarkt, alwaar vijandige overnames nogal eens voorkomen.

In de Latijnse landen van Europa, zoals Italië, Spanje, Frankrijk en België wordt de eigendomsstructuur van beursvennootschappen vooral bepaald door familiebezit, financiële holdings en kruislingse participaties. Frankrijk heeft een privatiseringsgolf achter de rug, waarbij de staat overigens in veel gevallen minder dan het gehele belang afstoot. Ook 'golden shares' komen hier, evenals elders, nog veel voor. Het aandelenbezit is in Frankrijk relatief sterk geconcentreerd, hetgeen van invloed is op de beheersstructuur van Franse beursvennootschappen. De president-directeur is zeer invloedrijk in de Franse verhoudingen. Grootaandeelhouders zijn veelal vertegenwoordigd in het toezichthoudend orgaan. Alhoewel kernaandeelhouders en kruisparticipaties als een structurele barrière op de overnamemarkt kunnen worden gezien, komen in Frankrijk, althans voor continentaal-Europese begrippen, met een zekere regelmaat vijandige overnames voor.

In België overheersen houdstermaatschappijen en familiebezit. De Generale Maatschappij, waarvan de meerderheid van de aandelen overigens in handen is van de Franse Suez-groep, controleert een groot aantal Belgische toponderningen, en daarmee belangrijke delen van de industriële sector van dat land. Er is een intensieve verstrengeling van invloedrijke posities binnen een tamelijk gesloten netwerk van personen. De free float van Belgische beursvennootschappen is in het algemeen beperkt te noemen. Vijandige overnames zijn ook moeilijk, zo niet onmogelijk door te voeren.

De eigendomsverhoudingen binnen veel grote Duitse beursvennootschappen worden gekenmerkt door een gelaagde structuur waarbij grootaandeelhouders een belangrijke rol spelen. Via het Depotstimmrecht zijn de grote banken gerechtigd om dat stemrecht namens veel beleggers uit te oefenen. De vijandige overname van Mannesmann door Vodafone heeft de gemoederen omtrent het fenomeen beschermingsmaatregelen nogal verhit. De Duitsers vrezen dat vergaande liberalisering van de EU-regels inzake het openbare bod (13de richtlijn) sommige ondernemingen, zoals Volkswagen, kwetsbaar zal maken voor vijandige buitenlandse bejegening.

Het aandelenbezit in Nederlandse beursvennootschappen is sterk internationaal gespreid. Het aandelenbelang van de grootste aandeelhouder bedraagt voor Nederlandse beursvennootschappen gemiddeld ongeveer dertig procent. Dat is lager dan in de Latijnse landen van Europa, maar beduidend hoger dan in het Verenigd Koninkrijk. Ons land staat bekend om de veelheid van juridisch getinte beschermingsconstructies. Vijandige overnames komen hoogst zelden voor.

In andere landen van Europa gelden eveneens, ten dele cultureel bepaalde, specifieke eigendoms- en beheersstructuren van beursvennootschappen. Een interessante vraag is uiteraard of door het grensoverschrijdende opschalingsproces van effectenbeurzen convergentie zal worden bewerkstelligd ten aanzien van de wijze waarop beursvennootschappen binnen Europa worden bestuurd, beheerd en gefinancierd. Een dergelijke convergentie kan ook worden bevorderd door middel van harmonisatie van wet- en regelgeving door de Europese Unie en op het niveau van overkoepelende toezichthouders op het beurswezen, al is dat een kwestie van lange adem. Aan het onderwerp toezicht – op uiteenlopende niveaus – wordt in paragraaf 6 afzonderlijk aandacht besteed. Op harmonisatie van wet- en regelgeving aangaande andere onderdelen van corporate governance, in het bijzonder aangaande de rechten van de kapitaalverschaffers, wordt in paragraaf 7 nader ingegaan.

6 Drie niveaus van toezicht

Het toezicht aangaande effectenbeurzen en beursvennootschappen kent een gelaagde structuur. Allereerst is er het toezicht binnen de individuele onderneming, daarnaast oefent de effectenbeurs toezicht uit op de genoteerde ondernemingen, en dan is er nog het toezicht dat door de autoriteiten wordt uitgeoefend op de effectenbeurzen zelf. Op alle drie fronten doen zich ontwikkelingen voor welke de toekomstige regimes van toezicht zullen beïnvloeden. Als belangrijke ontwikkelingen gelden voortgaande schaalvergroting, internationalisering en branchevervaging bij financiële intermediairs. De wijze waarop het beurzentoezicht wordt vormgegeven en uitgeoefend, zal daarvan de weerslag ondervinden, zij het dat de aanpassingsprocessen nog wel enige tijd zullen vergen. Hieronder worden voor elk van de onderscheiden niveaus van toezicht enkele ontwikkelingslijnen geschetst¹³.

Toezicht binnen ondernemingen

Als basisvoorwaarden voor goed ondernemingstoezicht gelden: onafhankelijkheid, deskundigheid, transparantie en verantwoording (accountability). Alle vier aspecten ontvangen tegenwoordig veel aandacht in het publieke debat, mede als gevolg van debacles als bij Enron en Worldcom. Ook het functioneren van externe accountants en beleggingsanalisten staat in dit verband ernstig ter discussie. In de Verenigde Staten zijn de beurzen (onder goedkeuring van de SEC) bezig om de regelgeving met betrekking tot onafhankelijkheid van boardleden en geloofwaardigheid van financiële berichtgeving aan te scherpen. Alle leden van het audit committee moeten onafhankelijk en 'literate' zijn, dat wil zeggen vrij van belangenverstrengeling en deskundig op het terrein van risicobeheer en financiële rapportage. Daarnaast is er sinds kort de Sarbanes-Oxley wet, die met name ten aanzien van financiële berichtgeving en analisten verscherpingen aanbrengt. In het Verenigd Koninkrijk heeft het Turnbull-rapport (1999) reeds verstrekkende regelgeving ten aanzien van de audit-functie bewerkstelligd, welke zijn neergeslagen als noteringsvereisten aan de London Stock Exchange.

Vrijwel overal ter wereld worden toezichthouders van ondernemingen benoemd door de vergadering van aandeelhouders. Indien de voorgenomen wetswijziging in verband met aanpassing van de structuurregeling doorgang zal vinden – hetgeen valt te verwachten – zal Nederland afscheid nemen van het coöptatiesysteem bij de benoeming van commissarissen en zich aansluiten bij de internationale standaard terzake. De

aandeelhoudersvergadering krijgt dan – ook bij structuurvennootschappen – het recht om toezichthouders te benoemen en (als collectief) heen te zenden. Desalniettemin blijven er niet onbelangrijke verschillen bestaan tussen de wettelijke regimes van ondernemingstoezicht in de verschillende landen van Europa, bijvoorbeeld met betrekking tot de rechten van werknemers terzake en met betrekking tot de structurele vorm van one-tier versus two-tier. In het one-tiersysteem zijn bestuurders en toezichthouders in één orgaan verenigd, terwijl in het two-tiersysteem bestuur en toezicht organiek zijn gescheiden. Wat Euronext betreft, Nederland kent een two-tiersysteem, België en Portugal kennen een one-tiersysteem, terwijl Frankrijk de keuze hieromtrent aan de ondernemingen overlaat. De meeste Franse ondernemingen werken met het one-tiersysteem. Onder het one-tiersysteem is de wijze waarop het voorzitterschap is geregeld een belangrijk punt van discussie, met name de vraag of de functies van de voorzitter van de Board of Directors en de Chief Executive Officer in één persoon mogen zijn verenigd.

Toezicht op genoteerde ondernemingen

Effectenbeurzen komen met genoteerde ondernemingen noteringsvereisten overeen. Voor nieuw te noteren ondernemingen gelden bovendien toelatingseisen, onder andere ten aanzien van omvang, free float en track record. In Nederland zijn de spelregels voor een genoteerde onderneming vastgelegd in het Fondsenreglement. Daarin worden eisen gesteld ten aanzien van de informatieverstrekking en publicatie van informatie door uitgevende instellingen. Een belangrijk vereiste is vervat in artikel 28h met betrekking tot de openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Voorts bevat het Fondsenreglement voorschriften met betrekking tot toelaatbaarheid van beschermingsconstructies (Bijlage X).

Het toezicht op de naleving van het Fondsenreglement geschiedt door de beurs. Naarmate de effectenbeurs zich meer en meer ontwikkelt tot een winstgerichte onderneming – Euronext is inmiddels zelf beursgenoteerd – werpen sommigen de vraag op of een dergelijke oriëntatie nog valt te verenigen met het uitoefenen van een kritisch en onafhankelijk toezicht op de genoteerde instellingen. Het valt dan ook te verwachten dat bepaalde onderdelen van het toezicht op genoteerde ondernemingen in handen zullen komen van de publiekrechtelijke toezichthouder, in ons land de Autoriteit Financiële Markten (voorheen Stichting Toezicht Effectenverkeer). De Prospectus richtlijn gaat zulks waarschijnlijk opleggen.

In sommige landen bevatten de noteringsvereisten voorwaarden op het terrein van corporate governance. Zo heeft de London Stock Exchange destijds na het verschijnen van het Cadbury-rapport (1992) van de genoteerde ondernemingen een ‘statement of compliance’ geëist, waarin wordt aangegeven of de aanbevelingen uit de Cadbury Code of Best Practice al dan niet worden opgevolgd, en zo nee waarom niet (‘comply or explain’). Hetzelfde is gebeurd met de Combined Code van 1998. Naleving van de noteringsvereisten geschiedt door de Financial Services Authority. In 1999 heeft de Turnbull-commissie aanbevelingen opgesteld inzake adequate interne beheersingssysteem en risicobeheer. Ook in de Verenigde Staten (Blue Ribbon) en Duitsland (Kontrag) wordt aan deze materie veel aandacht besteed. De recente schandalen met frauduleuze boekhoudpraktijken en onverantwoorde schuldfinanciering zullen de belangstelling voor rapportagesystemen en risicobeheer sterk voeden. In dit verband kan worden gewezen op het belang van een goed functionerend audit comité. Voorts komt het debat over het externe toezicht op externe accountants door dit alles in een stroomversnelling.

Toezicht op effectenbeurzen

Zelfregulering bij de werking van effectenmarkten maakt steeds meer plaats voor publiekrechtelijk toezicht door een onafhankelijke autoriteit. In ons land is dat de Autoriteit Financiële Markten. Effectentypisch toezicht is nodig om de belangen van de belegger te beschermen en om de betrouwbare en efficiënte werking van effectenmarkten te bevorderen. Naarmate effectenbeurzen zich steeds meer als commerciële onderneming zijn gaan ontwikkelen, is de behoefte aan extern onafhankelijk toezicht gegroeid. Daarbij komt dat schandalen rondom beursintroductions, marktmanipulatie en exorbitante voorvallen, waarbij misbruik van voorwetenschap aan de orde was, de druk op publieke autoriteiten om in te grijpen hebben doen opvoeren. Opgemerkt dient te worden dat ook de genoteerde effectenbeurzen zelf hun kwaliteitsstandaard, dus ook op het terrein van regelgeving, als een belangrijk aspect van hun functioneren beschouwen.

Een ander aspect betreft de versnippering van toezicht. Het toezicht op de financiële sector als geheel vertoont langzamerhand kenmerken van een lappendeken. De taakverdeling tussen De Nederlandsche Bank, de Pensioen- en Verzekeringskamer en de Autoriteit Financiële Markten is historisch gegroeid. Door allerlei ontwikkelingen, zoals afschaffing van

het structuurbeleid, andere vormen van deregulering en liberalisering, de voortgaande internationalisering en grensoverschrijdende schaalvergroting raken de 'verzuilde' afbakeningen binnen het toezichtbestel achterhaald. De taken van de Autoriteit Financiële Markten nemen in snel tempo toe. Sinds september 2001 houdt de Autoriteit-FM toezicht op openbare biedingen op effecten (berustte voorheen bij de Sociaal-Economische Raad). Als het verplichte bod alsnog in Nederland wordt ingevoerd, zal de Autoriteit-FM ook te dien aanzien een toezichthoudende rol worden toebedeeld. Er wordt momenteel over gesproken om het toezicht op de naleving van verslaggevingsregels (Internationaal Accounting Standards) ook bij de publiekrechtelijke toezichthouder onder te brengen¹⁴.

Een belangrijke vraag is welk effect de internationaliseringstendens zal hebben op de organisatie van het externe toezicht op de effectenmarkten. In Europees verband functioneert sinds vorig jaar het Committee of European Securities Regulators (CESR) als onafhankelijke commissie van Europese Effectentoezichthouders. De huidige voorzitter van CESR, de Nederlander Docters van Leeuwen, is van mening dat grensoverschrijdende beursfusies, zoals Euronext, niet per se tot een grensoverschrijdende concentratie van effectentoezichthouders behoeft te leiden, maar veeleer tot netwerkvorming tussen nationale autoriteiten¹⁵.

7 Rechten van kapitaalverschaffers

In het algemeen geldt, dat de rechten van verschaffers van risicodragend vermogen in de Angelsaksische wereld sterker zijn dan elders. In de Latijnse landen van Europa loopt er veelal een waterscheiding tussen machtige grootaandeelhouders en kwetsbare minderheidsaandeelhouders. In Nederland zijn de kapitaalverschaffers bij veel beursvennootschappen in hun zeggensmacht beperkt door beschermingsmaatregelen. Inmiddels is in vrijwel alle landen een commissie actief geweest, die aanbevelingen heeft gedaan voor de praktijk van corporate governance. In ons land heeft de Commissie-Peters in het bredere kader van corporate governance in 1997 een pleidooi gehouden voor versterking van de positie van de kapitaalverschaffers. Deze commissie heeft alle beursvennootschappen opgeroepen om de door hen gehanteerde beschermingsconstructies kritisch te heroverwegen. Aan het eind van dit jaar zal de Nederlandse Corporate Governance Stichting, waarvan Peters voorzitter is, een rapport uitbrengen over relevante ontwikkelingen die sindsdien op het gebied van corporate governance hebben plaatsgevonden. Daarbij

zullen de rechten van kapitaalverschaffers eveneens worden geëvalueerd.

Ook in andere landen zijn codes of conduct opgesteld, al of niet geïnspireerd door de universele code die door de OESO in 1999 is opgesteld. Deze code roept op tot bescherming van de rechten van kapitaalverschaffers en tot een gelijke behandeling van aandeelhouders.

Voorts dringt de OESO aan op een efficiënte en transparante market for corporate control. In de zomer van 2001 heeft het Europese Parlement de dertiende EU-richtlijn 'inzake het vennootschapsrecht betreffende overnamebiedingen', waaraan twaalf jaren van voorbereiding vooraf zijn gegaan door toenemende aarzelingen aan Duitse zijde, alsnog afgewezen. Begin 2002 heeft de High Level Group of Company Law Experts (Commissie-Winter) in opdracht van EU-commissaris Bolkestein advies uitgebracht over mogelijke aanpassingen van deze dertiende richtlijn. In dat advies wordt onder andere voorgesteld om een 'level playing field' te scheppen met betrekking tot beschermingsconstructies nadat een bod is uitgebracht op alle aandelen van een vennootschap. Het bestuur van de betrokken vennootschap mag alleen beschermingsconstructies opwerpen na goedkeuring van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders, alwaar evenredigheid zou moeten bestaan tussen kapitaalbreng en zeggenschap: 'one share – one vote'. Voorts beveelt de Commissie-Winter een doorbraakregeling (via de rechter) aan, welke eenieder de mogelijkheid verschaft om vanaf een bepaald kapitaalbelang bestaande beschermingsconstructies onmiddellijk en automatisch te doorbreken teneinde controle over de vennootschap te verwerven.

Begin oktober kwam de Europese Commissie met een herzien voorstel. Daarin wordt het adagium one share – one vote niet overgenomen. Het voorstel laat bijvoorbeeld uitdrukkelijk ruimte voor bescherming via aandelen met verschillende stemrechten, daarmee tegemoetkomend aan de wensen van bepaalde lidstaten, waaronder Frankrijk. Dit betekent dat er voorhands geen level playing field binnen de EU zal ontstaan: de prijs die betaald wordt voor politieke haalbaarheid.

Wat de nieuwe concept-richtlijn precies zal betekenen voor de typisch Nederlandse beschermingsmaatregelen, zoals certificering en beschermingsprefs, is niet geheel duidelijk. Wel wordt in het nieuwe voorstel vooropgesteld dat de beslissing over een bod uiteindelijk toekomt aan de aandeelhouders en niet aan de ondernemingsleiding. Daarmee is de richting waarin een en ander zich ontwikkelt, aangegeven. Nu zal eerst de behandeling in het Europese Parlement moeten worden afgewacht.

De effectenbeurzen, alsook hun overkoepelende organisaties Federation of European Security Exchanges

en World Federation of Exchanges, doen er goed aan zich te blijven beijveren om een bijdrage te leveren aan verdere verbetering van de praktijk van corporate governance. De door beursvennootschappen te verschaffen informatie aan de kapitaalverschaffers speelt in dit verband een doorslaggevende rol. Nu het vertrouwen van de beleggers zozeer is geschonden door de schandalen rondom boekhoudpraktijken en beloningsregelingen, is het van groot belang om de eisen inzake transparantie, communicatie en verantwoording op te schroeven. De effectenbeurzen kunnen hieraan mede een bijdrage leveren via een scherpe formulering van emissie- en noteringsvereisten en een strakke controle op de naleving daarvan. Dat is ook in het belang van hun eigen voortbestaan.

8 Epiloog

Het Europese beurzenlandschap is in institutioneel opzicht nog zeer gefragmenteerd. De handelssystemen, emissievoorschriften, fondsenreglementen, stelsels van financiële berichtgeving, regelgeving inzake misbruik van voorwetenschap, en de regimes van toezicht verschillen nog van land tot land. Het is van groot belang om tot een voortvarende internationale harmonisatie te komen in de wet- en regelgeving ter zake van beursgenoteerde ondernemingen in de landen van de Europese Unie. Transparantie en eenduidigheid zijn sleutelbegrippen voor een goed werkende aandelenmarkt. De opschaling van effectenbeurzen is een katalyserende factor in het proces van harmonisatie. Het begin is er, maar er is nog een lange weg te gaan.

De diverse corporate governance codes die inmiddels binnen zo goed als elk zichzelf respecterend land zijn opgesteld, hebben ook een convergerende werking. Hetzelfde geldt voor toekomstige wetgeving op het terrein van jaarverslaggeving, effectenrecht en beschermingsconstructies.

Maar op het gebied van ondernemingsrecht bestaan nog grote verschillen tussen de landen in de Europese Unie. Die rechtssystemen reflecteren in belangrijke mate historische wordingsprocessen, welke sterk cultureel en politiek zijn bepaald. Dat laat zich niet zomaar veranderen. Dat geldt evenzeer voor de historisch gegroeide aandeelhoudersstructuren en beheersstructuren bij beursvennootschappen.

Het bereiken van level-playing fields op de diverse deelterreinen van corporate governance, financial accounting en financieel toezicht binnen de Europese Unie is van grote betekenis voor de transparantie en mobiliteit van productiefactoren en financiële stromen op internationale schaal.

De gefragmenteerde markten binnen de Europese Unie staan voor een transformatieproces naar een geïntegreerde markt, zowel voor producten en diensten als voor productiefactoren. Verdere integratie van de Europese Unie zal zeer bevorderlijk zijn voor de financiering van het bedrijfsleven en daarmee voor de economische ontwikkeling. ■

Literatuur

- Docters van Leeuwen, A.W.H., (2001), Beursvennootschap en toezicht-
houder, in: Nauta Dutilh, *Beurs en vennootschap, reguleringssystemen nu
en in de toekomst*, pp. 28-41.
- Euronext, (2002), *Go Magazine*, nr. 8, p. 40.
- Haan, R.A.J.T., (2002), The changing market microstructure of Dutch
small- and midcaps, in: *Tijdschrift voor Corporate Finance*, pp. 19-37.

Noten

- 1 Voor effectenbeurzen gelden ook steeds meer de elementaire wetten van de concurrentie. Denk in dit verband aan de plannen van het bankwezen om zelf koop- en verkooporders in elkaar te sluiten, buiten de beurs om.
- 2 In dit proces zijn bestaande intermediairs van het toneel verdwenen, zoals de hoeklieden in Amsterdam.
- 3 De rol die de autonome technische ontwikkeling heeft gespeeld, mag niet worden onderschat. Telefoon en computer hebben in feite de beurzen gebracht tot demutualisering (vervanging van verenigingsstructuur door vennootschappelijke structuur) en tot het wegdoen van de beursvloer.
- 4 Inmiddels zijn er ook beurzen ontwikkeld op terreinen, waar in het verleden geen openbare gereguleerde handel plaatsvond, zoals energie en milieurechten.
- 5 Multi-listing door beursfondsen geschiedt op grond van verschillende overwegingen, zoals de wens om aandelen breder te spreiden. Ook de wens om een ruimere toegang tot de internationale kapitaalmarkt te verkrijgen, speelt een rol, met name voor ondernemingen die sterk buiten hun thuismarkt expanderen, bijvoorbeeld via overnames.
- 6 Vergelijk: Haan (2002).
- 7 Jaarverslag Euronext 2001, Bedrijfsrapportage, p. 15.
- 8 Vergelijk: *Het Financieele Dagblad* d.d. 2 juli 2002.
- 9 Naast de fees van de intermediairs, die aanzienlijk kunnen zijn.
- 10 Vergelijk: Haan (2002).
- 11 Vergelijk: *Het Financieele Dagblad* d.d. 6 juli 2002.
- 12 Vergelijk: *Het Financieele Dagblad* d.d. 6 juli 2002.
- 13 In feite kunnen diverse aspecten van toezicht, zoals regelgeving, de uitoefening van het toezicht zelve en compliance worden onderscheiden. De wijze waarop deze onderscheiden elementen in Europa zijn geregeld, verschilt van land tot land. Met dien verstande dat de vaststelling van essentiële regels ten aanzien van de financiële wereld steeds meer een Brusselse aangelegenheid aan het worden is.
- 14 Vergelijk: *Het Financieele Dagblad* d.d. 26 juli 2002.
- 15 Bijdrage van Docters van Leeuwen aan congres Nauta Dutilh d.d. 22 november 2001.