

De liquidity provider^{bezoeker}

Op 29 oktober 2001 is het op Franse leest geschoeide NSC-handelssysteem (Nouveau Système de Cotation) op Euronext Amsterdam in werking getreden. De hoekman is verdwenen en in sommige gevallen vervangen door de liquidity provider, ook wel animateur genoemd. Hierna zetten wij kort uiteen wat de functie van de liquidity provider inhoudt, en plaatsen wij enkele kanttekeningen bij dit voor Nederland nieuwe fenomeen. Wij zullen echter niet ingaan op de verschillen tussen de specifieke Franse, Belgische en Nederlandse regelgeving. Voor een uitgebreide beschrijving van het Euronext handelssysteem verwijzen wij naar het memorandum 'Euronext, het verhandelen van aan-

delen van middelgrote en kleine bedrijven', te vinden op de website van Euronext Amsterdam.

Wat doet de liquidity provider?

De definitie van liquidity provider en enkele vereisten die aan liquidity providers worden gesteld, zijn opgenomen in Rule Book I en II van Euronext Amsterdam. De liquidity provider legt voor eigen rekening in een bepaald, tot de officiële notering of handel op een Euronext-markt toegelaten effect of derivaat, koop- en verkooporders in het orderboek in. Het doel daarvan is de liquiditeit te vergroten in het desbetreffende effect. Alleen een member die ingevolge rule 2102/3 Rule Book I is toegelaten in de functie van dealer (hierna: de Dealer), mag de functie van liquidity provider uitoefenen, afhankelijk van voorafgaande schriftelijke goedkeuring van Euronext Amsterdam, Euronext Brussel of Euronext Parijs (hierna: Euronext) (zie rule 2103 Rule Book I).

De liquidity provider handelt niet zoals de hoekman exclusief in het effect van één uitgevende instelling, maar kan als liquidity provider voor verschillende uitgevende instellingen optreden. De gedachte is dat de liquidity provider, zoals de naam al zegt, de liquiditeit in een bepaald effect vergroot. Dit kan betekenen dat er effecten moeten worden gekocht voor eigen rekening als er verder geen kopers op de markt zijn, en effecten moeten worden verkocht als er geen verkopers zijn. Niet voor alle uitgevende instellingen kan echter een liquidity provider worden aangesteld. Voor uitgevende instellingen die deel uitmaken van de Euronext 100 is dat niet toegestaan, omdat deze fondsen geacht worden al voldoende liquide te zijn. Een liquidity provider kan ook optreden voor uitgevende instellingen waarvan de effecten in het veilingstelsel zitten en derhalve niet doorlopend verhandeld worden. Het veilingstelsel houdt in dat effecten niet continu, maar slechts een aantal keer per dag worden verhandeld. Dit betekent dat de orders gedurende enige tijd worden verzameld alvorens tot uitvoering wordt overgegaan. Voornamelijk voor kleinere fondsen, die zonder liquidity provider niet doorlopend verhandeld zouden worden, kan het aanstellen van een liquidity provider van groot belang zijn. De liquidity provider kan in dat geval bewerkstelligen dat de effecten wel doorlopend verhandeld worden. Dit kan gewenst zijn omdat bijvoorbeeld Angelsaksische effecteninstellingen veelal het beleid hanteren niet te beleggen in effecten die in een veilingstelsel zitten.

De contractuele verhoudingen

In het navolgende bespreken wij de mogelijke contractuele verhoudingen tussen Euronext, de uitgevende instelling of haar (groot)aandeelhouder(s) en de Dealer die als liquidity provider optreedt. Er zijn drie contractuele basisvarianten mogelijk.

1. De Dealer sluit met zowel Euronext als de uitgevende instelling een overeenkomst. De overeenkomst met Euronext bestaat uit algemene en specifieke voorwaarden. De algemene voorwaarden bestrijken de algemene regels die op het liquidity providerschap betrekking hebben, zoals opschortingsmogelijkheden, duur van de overeenkomst en de verplichtingen van de Dealer en Euronext. In de specifieke voorwaarden staan de verplichtingen opgenomen van de Dealer voor de verschillende uitgevende instellingen waarvoor zij als liquidity provider zal gaan optreden. Deze specifieke voorwaarden verschillen per overeenkomst. De specifieke voorwaarden vermelden onder meer de namen van de uitgevende instellingen met de maximale posities (de hoeveelheid effecten die de liquidity provider maximaal long of short kan gaan) en de maximale spreads (verschil tussen bied- en laatprijis), die de liquidity provider in acht moet nemen.

Daarnaast sluit de liquidity provider een overeenkomst met de uitgevende instelling. De liquidity provider verplicht zich daarin tegen een bepaalde fee, en onder bepaalde voorwaarden, liquiditeit in de effecten van de uitgevende instelling te verschaffen. De inhoud van de overeenkomst tussen de liquidity provider en de uitgevende instelling zal per uitgevende instelling verschillen. De maximumpositie en -spread die overeen worden gekomen met de uitgevende instelling, kunnen echter nooit groter zijn dan die welke zijn overeengekomen met Euronext.

2. Ook kan de liquidity provider alleen een overeenkomst afsluiten met Euronext en niet met de uitgevende instelling. In de special terms staat dan wel opgenomen voor welke uitgevende instelling de Dealer optreedt als liquidity provider, maar zij sluit geen overeenkomst met de uitgevende instelling in kwestie. Dit behoort tot de mogelijkheden, aangezien de liquidity provider niet verplicht is een overeenkomst aan te gaan met de uitgevende instelling. Een uitgevende instelling kan zodoende

worden geconfronteerd met verschillende liquidity providers die handelen in haar effecten zonder dat zij een contractuele relatie heeft met een van deze liquidity providers. In dit geval zal de liquidity provider van de uitgevende instelling ook geen fee ontvangen.

3. Ten slotte is het mogelijk dat de liquidity provider geen overeenkomst aangaat met Euronext maar alleen met de uitgevende instelling. In deze situatie wordt de Dealer geen liquidity provider genoemd. Elke Dealer kan derhalve, zonder een overeenkomst met Euronext aan te gaan, zich verbinden om liquiditeit te verschaffen in de effecten van een bepaalde uitgevende instelling. In dit geval is de Dealer in haar overeenkomst met de uitgevende instelling niet gehouden aan afspraken met Euronext en derhalve vrij om te bepalen welke maximale positie en spread worden overeengekomen met de uitgevende instelling. Deze variant kent één groot nadeel: de Dealer komt niet in aanmerking voor de vrijstelling van trading fees die geldt voor liquidity providers. De Dealer wordt in dit geval door Euronext als daghandelaar gezien. Naast de clearingfee, die ook voor liquidity providers geldt, zal de Dealer dan ook een trading fee moeten betalen per transactie. Deze variant kan dus forse kosten meebrengen voor de Dealer.

Het behoort tevens tot de mogelijkheden dat een (groot)aandeelhouder van een uitgevende instelling een overeenkomst met een liquidity provider aangaat. In variant 1 en 3 kan daarom in plaats van uitgevende instelling ook (groot)aandeelhouder(s) worden gelezen.

De regelgeving

Het aantal regels dat specifiek op de liquidity provider ziet, is slechts summier. De Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) heeft aangegeven niet bereid te zijn om, gebruik makend van haar op grond van artikel 24 lid 2 Wte 1995 toegekende algemene recht daartoe, verdere specifieke regels op te stellen die zien op liquidity providers. De STE heeft het opstellen van dergelijke regels aan Euronext Amsterdam overgelaten. In het Rule Book I en II heeft Euronext Amsterdam slechts enkele regels die zien op de liquidity provider opgenomen (zie art. 2103 van Rule Book I en A-2601/1 e.v. van Rule Book II). Verder heeft Euronext Amsterdam volstaan met het uitvaardigen van een niet-bindende richtlijn d.d. 3 september 2001. De STE

is kennelijk de mening toegedaan dat met de bestaande effectenrechtelijke regelgeving de belangen van de beleggers en overige betrokkenen voldoende gewaarborgd zijn. De bestaande effectenrechtelijke regelgeving, zoals het verbod van artikel 46 Wte 1995 inzake gebruik van voorwetenschap, geldt onverkort. Er gelden voor liquidity providers geen bijzondere uitzonderingsbepalingen. Euronext Amsterdam heeft aangegeven dat geen behoefte bestaat aan extra regelgeving, aangezien de liquidity providers geen andere of extra privileges hebben ten opzichte van de bestaande effecteninstellingen. Uit verschillende recente krantenartikelen in de aanloop naar de invoering van het NSC-systeem, kan worden opgemaakt dat vooral de partijen die thans als liquidity provider optreden, niet te spreken zijn over dit gebrek aan aanvullende regels.

Het aantal regels dat specifiek ziet op de liquidity provider, is dus zeer minimaal. In het Rule Book II van Euronext Amsterdam is echter wel, op aandringen van de STE, expliciet verboden gebruik te maken van gemeenschappelijke rekeningen dan wel andere overeenkomsten of afspraken, zoals effectenleenovereenkomsten, die ertoe leiden dat de uitgevende instelling of haar (groot)aandeelhouder(s) in enigerlei vorm, direct of indirect, delen in de winst of het verlies dat de liquidity provider realiseert. Het is de liquidity provider niet toegestaan afspraken te maken die ertoe leiden dat de verliezen van de liquidity provider worden gecompenseerd door de uitgevende instelling of haar (groot)aandeelhouder(s) waarvoor de liquidity provider zijn diensten verricht. Wanneer bijvoorbeeld gebruik wordt gemaakt van een zogenoemde gemeenschappelijke rekening, heeft de uitgevende instelling of haar (groot)aandeelhouder belang bij de posities die de liquidity provider inneemt, en zal al snel de schijn van gebruik van voorwetenschap kunnen worden gewekt. Ons inziens zijn deze overeenkomsten dan ook terecht verboden in Nederland. Opmerkelijk is dat de niet-bindende richtlijn van Euronext Amsterdam van 3 september 2001 de (groot)aandeelhouder(s) onder bepaalde voorwaarden wel toestaat dergelijke afspraken te maken met de liquidity provider. Het valt op dat deze niet-bindende richtlijn ook op andere punten meer ruimte laat voor uitgevende instellingen, (groot)aandeelhouder(s) en liquidity providers dan de regels van Rule Book I en II. De juridische status van de niet-bindende richtlijn is echter niet geheel duidelijk. Wel staat vast dat de regels van Rule Book I en II prevaleren.

Conclusie

Het is opvallend dat afgelopen oktober Euronext Amsterdam is overgestapt op een nieuw handelssysteem, terwijl de specifieke regelgeving daarvoor grotendeels ontbreekt. De regels die zijn opgesteld, zijn daarnaast niet eenduidig. De niet-bindende richtlijn van 3 september 2001 wijkt af van de regels die uiteindelijk in Rule Book II zijn opgenomen. We moeten ervan uitgaan dat de regels van het Rule Book I en II prevaleren. Het blijkt de bedoeling te zijn dat vooral de praktijk leert aan welke aanvullende regels behoefte bestaat. Ook zal de praktijk moeten uitwijzen of de huidige effectenregelgeving, in het bijzonder de voorkenniswetgeving, voldoende zal zijn om een goede functionering van het NSC-handelssysteem te waarborgen.

Mr. O.L.T. Barten
Mr. B.R.J. van Ramshorst
Stibbe