



Het belang van de Amsterdamse beurs voor de Nederlandse economie

FINANCIAL SERVICES

18 juni 2013



Inhoudsopgave

Introductie	02	Wel rol in crisissituaties, minder voor groeikapitaal	17
Belangrijkste bevindingen	03	Afname liquiditeit	18
01 Samenvatting	04	05 Mogelijke kansen	20
Inleiding	04	Toenemende vraag naar groeikapitaal	20
Conclusies	05	Toenemende vraag naar aandelen	21
Aanbevelingen	06	Obligatiemarkt	22
02 De Amsterdamse beurs	08	06 Aandachtspunten	24
Functie van de beurs	08	Aantrekkelijkheid van de beurs voor ondernemingen	24
Transacties op de beurs	09	Mogelijkheden om de beurs aantrekkelijker te maken	25
Historie	09	Mogelijke initiatieven	25
03 Het belang van een lokaal platform	11	Belanghebbenden	27
Belang van een lokale beurs groot	11	07 Implicaties voor de Amsterdamse beurs	28
Toegang tot de kapitaalmarkt	12	Organisatiestructuur	28
Geldnemers	12	Voordelen van consolidatie	29
Geldgevers	13	Mandaat	29
Werkgelegenheid, kennis en reputatie van Nederland	13	Bijlage 1: Lijst van gebruikte afkortingen	31
Invloed van het ecosysteem op de beurs	14	Bijlage 2: Lijst van geïnterviewde organisaties	32
04 Relevante ontwikkelingen	16	Contactgegevens	33
Veranderende omgeving	16		



Introductie

In opdracht van Stichting Capital Amsterdam^(a) (SCA) heeft KPMG de rol van de Amsterdamse beurs (Euronext Amsterdam) geanalyseerd. Het onderzoek beschrijft de geschiedenis en de huidige rol van de Amsterdamse beurs en analyseert de trends rondom de Amsterdamse beurs en genoteerde ondernemingen en investeerders. Uit dit onderzoek wordt ook de visie van de stakeholders van de Amsterdamse beurs duidelijk, en hoe zij de toekomstige rol van de beurs zien. De belangrijkste bevindingen en conclusies van het onderzoek zijn kort weergegeven op de volgende pagina.

Het eerste hoofdstuk van dit document bevat een samenvatting van de bevindingen en onze conclusies. De volgende hoofdstukken geven een beschrijving van de uitkomsten van ons onderzoek welke voornamelijk gebaseerd zijn op een uitgebreide enquête gehouden onder 55 belanghebbenden over het belang van een goed functionerende Amsterdamse beurs. Een overzicht van de geïnterviewde belanghebbenden is toegevoegd in bijlage 2. Een aantal van de geïnterviewden heeft aangegeven op persoonlijke titel te hebben meegewerkt. Hun visie reflecteert derhalve niet noodzakelijkerwijs de mening van de instelling waar hij/zij werkzaam is.

Ter aanvulling van de interviews zijn er data analyses

uitgevoerd op een aantal specifieke aspecten.

In hoofdstuk 2 wordt een beschrijving gegeven van de Amsterdamse beurs en haar functie als handelsplatform. Ook worden de ontwikkelingen besproken die hebben geleid tot de huidige structuur van de beurs.

In hoofdstuk 3 worden de belangrijkste argumenten van marktpartijen voor het belang van een lokale beurs besproken.

In hoofdstuk 4 wordt een beschrijving gegeven van relevante ontwikkelingen die ervoor hebben gezorgd dat de positie van de Amsterdamse beurs in de afgelopen jaren in toenemende mate onder druk is komen te staan.

Recente ontwikkelingen die het belang van de Amsterdamse beurs in de komende jaren waarschijnlijk zullen doen toenemen en de kansen die hieruit voortkomen worden besproken in hoofdstuk 5.

Hoofdstuk 6 gaat over de belangrijkste voorwaarden voor het toekomstige succes van de Amsterdamse beurs.

Tot slot worden in het laatste hoofdstuk de mogelijke implicaties voor de governance van de Amsterdamse beurs en voor haar rol voor de Nederlandse economie besproken.

Noot: (a) Stichting Capital Amsterdam (SCA) is een per 1 januari 2013 opgerichte onafhankelijke stichting die mede als doel heeft om het internationale en nationale belang van Amsterdam als financieel centrum en in het bijzonder het belang van de Amsterdamse beurs uit te dragen en te bevorderen. De Stichting Capital Amsterdam is ontstaan uit de fusie van de Stichting Schadefonds Beleggers en de Stichting Vereniging voor de Effectenhandel.



Belangrijkste bevindingen

Het bedrijfsleven heeft toenemend behoefte aan risicokapitaal om de Nederlandse economie te laten groeien. Euronext Amsterdam moet ondernemender worden en er is toenemend behoefte aan meer betrokken, lokaal, aandeelhouderschap om in deze behoefte te kunnen voorzien. KPMG heeft een onafhankelijk onderzoek uitgevoerd en besprekingen gevoerd met 55 partijen die dicht bij de Nederlandse kapitaalmarkt betrokken zijn. Uit dit onderzoek komen de volgende bevindingen:

1. De afgelopen jaren is de rol van de beurs bij het faciliteren van economische groei in Nederland beperkt geweest

- De afgelopen jaren was het voor ondernemers niet aantrekkelijk om groeikapitaal via een IPO aan de Amsterdamse beurs op te halen;
- Het is voor Nederlandse ondernemingen lastiger geworden om investeerders te interesseren doordat steeds meer geld internationaal en in indices wordt belegd: "stock picking" van Nederlandse aandelen is minder populair geworden.

2. Het belang van de beurs voor de Nederlandse economie wordt zeer groot geacht

- De beurs zorgt ervoor dat ondernemers een alternatief hebben en hun financiering kunnen diversificeren;
- Ook is er rondom de beurs een heel aantal partijen actief en zorgt de beurs voor hoogwaardige werkgelegenheid;
- De beurs draagt bij aan de internationale positie van Nederland.

3. Juist in de nabije toekomst neemt het belang van een goed functionerende kapitaalmarkt toe

- Ondernemers kunnen in mindere mate bij de bank terecht voor de financiering van hun toekomstige groei;

- Particuliere beleggers moeten meer zelf gaan beleggen om in hun pensioen te kunnen voorzien.

4. De Amsterdamse beurs heeft dan ook potentieel, maar hiervoor dient wel actie te worden ondernomen. Euronext Amsterdam zou meer ruimte moeten krijgen om ondernemender te kunnen worden om:

- Zich meer in te kunnen spannen om ondernemingen en investeerders met elkaar in contact te laten komen;
- Bedrijven te bezoeken en interesseren in de beurs;
- Meer samenwerken te kunnen werken met andere marktparticipanten om attractieve beleggingsproducten te ontwikkelen

5. Daarnaast dient betrokken, lokaal beleggen voor de langere termijn aantrekkelijker worden

- Actieve rol van diverse belanghebbenden in de discussies over hervorming van regelgeving om lange termijn financiering en verstrekking van groeikapitaal te vergroten
- Onderzoek verrichten naar de maatschappelijke impact van en de consequenties op rendement voor de belegger van internationaal ten opzichte van lokaal beleggen.

01

Samenvatting

Het bedrijfsmodel van beurzen heeft met name in Europa de afgelopen jaren onder druk gestaan als gevolg van onder andere internationalisering van kapitaalstromen, stevige regeldruk (MiFID), een beperkt vertrouwen in de economie en de hoge noodzakelijke IT investeringen. Vanuit de markt rijst de vraag wat het belang is van een lokale beurs in Nederland en in hoeverre deze bijdraagt aan de economie. Dit rapport beoogt deze vraag te beantwoorden door een analyse van de veranderende rol van de Amsterdamse beurs en een beschrijving van de visie van 55 belanghebbenden op de bijdrage van de beurs aan de Nederlandse economie.

1.1 Inleiding

De kernfunctie van een effectenbeurs is om ondernemingen en investeerders toegang te verlenen tot de kapitaalmarkt, waarbij de beurs een platform biedt voor zowel de uitgifte van effecten als de handel daarin. Door een neutraal en efficiënt handelsplatform te bieden draagt de beurs bij aan een transparante prijsvorming en de liquiditeit van kwalitatief hoogstaande financiële producten. Daarnaast vervult de beurs een centrale rol in de keten van orderinitiatie door de investeerder tot de executie, afwikkeling en monitoring van een effectentransactie. Verder stelt de beurs eisen aan een beursnotering waarmee een bijdrage wordt geleverd aan de versterking van de corporate governance van Nederlandse ondernemingen en tegelijkertijd de bescherming van de

belegger wordt vergroot.

De Amsterdamse beurs is in 1611 opgericht en is daarmee de eerste aandelenbeurs ter wereld. Door de eeuwen heen heeft de Amsterdamse beurs een belangrijke rol gespeeld in de Nederlandse financiële infrastructuur, onder andere bij de ontwikkeling van een aantal nieuwe activiteiten. Voorbeeld hiervan is de optiebeurs met een sterke basis aan particuliere beleggers.

In 1997 is de Amsterdamse beurs gedemutualiseerd. In 2001 werd dit gevolgd door een beursnotering, waarmee het winsttoegmerk een belangrijkere rol in het beleid van de beurs kreeg. Vervolgens werd de Amsterdamse beurs in meerdere stappen onderdeel van het internationale beursbedrijf NYSE Euronext.

1.2 Conclusies

Amsterdamse beurs van groot belang geacht

Vrijwel alle geïnterviewden vinden de Amsterdamse beurs van groot belang, dit komt tot uiting op de volgende vlakken:

- Toegang tot de kapitaalmarkt voor met name middelgrote ondernemingen en daarmee diversificatie van financiering (voor zowel groeikapitaal als het verstrekken van financiering in crisissituaties);
- Behoud van een goed functionerend ecosysteem waarin enkele duizenden specialisten werken;
- De reputatie van de Nederlandse financiële infrastructuur en het Nederlandse vestigingsklimaat.

Rol van beurs om groei te faciliteren beperkt door verminderde aantrekkelijkheid equity

De rol van de beurs bij het faciliteren van economische groei in Nederland is tijdens de afgelopen jaren beperkt geweest als gevolg van verschillende ontwikkelingen die het verschaffen van risicokapitaal aan Nederlandse ondernemingen minder aantrekkelijk hebben gemaakt.

Deze ontwikkelingen hebben met name voor kleine en middelgrote Nederlandse ondernemingen de toegang tot de beurs beperkt met als resultaat dat van 2002 tot 2013 slechts €20 miljard aan groeikapitaal (equity) via de beurs is opgehaald door ondernemingen en fondsen met 34 nieuwe beursnoteringen waarvan ongeveer €6 miljard ten goede kwam aan Nederlandse ondernemingen.

Bij diverse crisissituaties was beursnotering waardevol

Anderzijds heeft de beurs gedurende de voortdurende economische crisis voor een aantal ondernemingen een cruciale rol gespeeld bij het realiseren van kapitaalsversterking. Sinds 2009 is dit €16 miljard aan financiering dat door 35 Nederlandse ondernemingen is opgehaald, waarvan €7,6 miljard door ING ter aflossing van de staatssteun. Betrokken, lokale aandeelhouders speelden in deze situaties vaak een cruciale rol.

Marktpotentieel voor de beurs is aanwezig

Het verminderd vertrouwen in de economie en de verspreiding van aandelenhandel naar andere beursplatforms (fragmentatie) hebben ertoe geleid dat de aandelenhandel op de Amsterdamse beurs sinds 2006 met 55% is afgenomen. In dezelfde periode is door een beperkt aantal listings, een daling in de koersen en een aantal delistings de marktkapitalisatie met 16% gedaald.

Er is zeker potentieel voor de beurs op de Nederlandse markt, aangezien er op dit moment maar 77 van de in totaal 2.900 Nederlandse bedrijven met meer dan 250 medewerkers aan de beurs genoteerd zijn. Mede daarom kan de beurs een belangrijke rol vervullen bij het financieren van toekomstige economische groei.

De economische crisis heeft de eigen winstcreatie van ondernemingen fors onder druk gezet en de financieringsruimte vanuit banken en participatiemaatschappijen voor ondernemingen beperkt. De beurs kan een belangrijke rol spelen bij de aanhoudende vraag naar risicokapitaal door voor ondernemingen de toegang tot een bredere groep van binnen- en

buitenlandse beleggers mogelijk te maken. Slechts voor een beperkte groep Nederlandse wereldwijd opererende ondernemingen is een notering op een buitenlandse beurs een plausibel alternatief.

Ondernemingsfinanciering bestaat op dit moment met name uit bankfinanciering (80%), maar in de toekomst zal veel meer financiering bij alternatieve bronnen dienen te worden aangetrokken. Mogelijk ontstaat hier voor de beurs een kans, aangezien op dit moment door het bedrijfsleven gemiddeld slechts €3 à 4 miljard per jaar via de Amsterdamse aandelenbeurs aan vreemd vermogen financiering wordt opgehaald.

Beurs moet zelf rol pakken

Hoewel het belang van de Amsterdamse beurs door veel belanghebbenden hoog wordt ingeschat, lijkt het erop dat geen van de partijen het voortouw neemt voor gezamenlijke actie. De situatie rondom de beurs kenmerkt zich door een groot aantal belanghebbenden met versnipperde belangen en een zeer beperkt aantal partijen dat bereid is om een voortrekkersrol te vervullen.

Ondanks dat bij met name banken en adviseurs het gevoel van urgentie hoog is, worden door veel van de geïnterviewden de beurs en de overheid genoemd als partijen die de rol van voortrekker naar zich toe dienen te trekken. Marktpartijen verwachten van Euronext Amsterdam dat zij een heldere en eenduidige strategie formuleert die breed door de politiek en toezichhouders wordt gedragen. Hierbij wordt ook de overtuiging uitgesproken dat een deel van de door Euronext Amsterdam gerealiseerde winsten terug zouden moeten vloeien naar de eigen markt ten behoeve van product- en marktontwikkeling.



Beurs zal mandaat moeten krijgen om ondernemender te kunnen worden

Er zijn meerdere scenario's denkbaar waarbij de beurs haar rol voor de economie in de toekomst kan vervullen. Cruciaal lijkt hierbij het verkrijgen van een duidelijk mandaat. Hoewel veel van de voordelen van consolidatie minder aanwezig zijn dan in het verleden, achten de meeste geïnterviewden het logisch dat de Amsterdamse beurs onderdeel is en blijft van een grotere beursorganisatie omdat deze structuur de volgende voordelen biedt:

- Zichtbaarheid richting grotere institutionele buitenlandse beleggers;
- Toegang tot beurs gemakkelijk voor 'clearing members' en professionele partijen.

Anderzijds achten de meeste geïnterviewden het cruciaal dat Euronext Amsterdam meer aandacht besteedt aan de ontwikkeling van de lokale markt. Een aantal aanbevelingen hiertoe staan hieronder gegeven.

Attractiever maken van betrokken, lokaal beleggen

Betrokken, lokaal geïnteresseerde beleggers die voor de lange termijn in ondernemingen investeren vervullen een belangrijke rol als aandeelhouder voor ondernemingen. Ze zijn regelmatig een vaste basis van investeerders die het management

scherp houden. In Nederland is, anders dan in een aantal andere, omliggende landen, de basis van deze investeerders beperkt.

Met name deze beleggers staan open voor beleggingen in middelgrote ondernemingen waar de toekomstige economische groei vandaan moet komen.

1.3 Aanbevelingen

Behoud van sterke reputatie is cruciaal

Het is voor de beurs van cruciaal belang dat haar reputatie internationaal op een hoog niveau blijft. De reputatie van de Amsterdamse beurs en de Nederlandse financiële infrastructuur dient te worden gewaarborgd door een betrouwbaar en efficiënt handelsplatform (waardoor 'operationele' risico's worden beperkt), een stevig raamwerk van corporate governance voor de beursgenoteerde ondernemingen, de notering van een aantal gerenommeerde internationale bedrijven en voldoende liquiditeit in een breed aanbod aan bedrijven. Verder strekt het tot aanbeveling om op continue basis aandacht te houden voor de wensen van de genoteerde ondernemingen.

Grotere zichtbaarheid voor mid caps creëren

Liquiditeit vergroot de attractiviteit van een kapitaalmarkt, daarom dient de beurs initiatieven te onderzoeken om de liquiditeit te verhogen. De beurs en

haar stakeholders zouden dit kunnen proberen door:

1. Zowel ondernemingen als fondsbeheerders versterkt actief te benaderen om de zichtbaarheid naar elkaar toe te vergroten;
2. Onderzoeken of versterking van liquiditeit door bijvoorbeeld introductie van nieuwe indices (bijvoorbeeld sector indices in lijn met de Nederlandse topsectoren) mogelijk is;
3. Onderzoeken van veranderingen in marktsysteem om de liquiditeit in aandelen van middelgrote ondernemingen te vergroten (zoals het 'market quality program' door NASDAQ).

Liquiditeit zou wellicht verder versterkt kunnen worden door indices te creëren samen met andere markten.

Beurs dient meer samen met marktpartijen op te trekken

Het is noodzakelijk dat de beurs het mandaat krijgt om door samenwerking met andere marktpartijen innovatie te stimuleren. De beurs en haar stakeholders kunnen de attractiviteit van de kapitaalmarkt vergroten door betere samenwerking tussen de betrokken partijen te realiseren. De beurs moet hierbij aandacht geven aan haar rol als spil in het ecosysteem en bereid zijn om een deel van haar winsten in de versterking van de lokale markt en nieuwe beleggingsproducten te investeren.



Door meer samen te werken met marktpartijen ontstaat daarnaast een voedingsbodemp voor ideeën om de markt beter te laten functioneren en gezamenlijk beleggingsproducten te ontwikkelen waaraan behoefte bestaat.

Positieve rol die extern aandelenbezit kan hebben helder maken

Een aantal omgevingsfactoren hebben een negatieve impact op het functioneren van de beurs. De attractiviteit van de beurs is sterk gebaat bij een verandering in de houding van veel ondernemers: het delen van het eigenaarschap kan juist een groeiversnelling van een onderneming teweeg brengen en biedt een mogelijkheid tot verbreding van de financieringsmogelijkheden. Ondernemers dienen dan wel bereid te zijn om anderen een kijkje in de keuken te geven.

Daarnaast zal het bewustzijn van de particulier toe moeten nemen dat hij in zijn eigen pensioen zal moeten voorzien en dat hij in de toekomst steeds meer zelf verantwoordelijkheid moet nemen om zijn eigen vermogen te laten renderen.

Regelgeving moet het verantwoord nemen van risico mogelijk maken

Daarnaast zijn er meerdere wetten en regels die gezamenlijk het beleggen in beursgenoteerde aandelen als

beleggingscategorie minder aantrekkelijk hebben gemaakt en de rol van de diverse marktpartijen in de aandeelhandel negatief hebben beïnvloed. Ook bij de regelgever helder moeten worden dat het interessanter voor beleggers dient te worden om tegen een adequate beloning een verantwoord in aandelen (risicokapitaal) te beleggen. Juist risicokapitaal is nodig om toekomstige economische groei te faciliteren.

Attractiever maken van betrokken, lokaal beleggen

De omvang van belegbaar vermogen bij fondsbeheerders die actief in Nederlandse ondernemingen volgen bepaalt in grote mate of (middelgrote) ondernemingen naar de beurs kunnen. Dit belegbaar vermogen is in Nederland steeds beperkter beschikbaar. Het is daarom voor de rol van de beurs van belang dat er maatregelen worden genomen die de attractiviteit van de Nederlandse markt doen toenemen voor betrokken, lokale fondsbeheerders.

Gespecialiseerde fondsbeheerders lijken daarnaast een rol te spelen bij het interesseren van internationale beleggers voor beleggingen in Nederland ('vliegwielfunctie'), waardoor het extra relevant is voor de beurs om Nederland aantrekkelijker te maken voor deze partijen. Een cruciale factor bij investeringen door deze partijen is de 5% deelnemingsvrijstelling. Een verlaging van de drempel van deze vrijstelling naar 3%

kan een toename tot gevolg hebben in de liquiditeit in Nederlandse small en mid cap ondernemingen

Nader onderzoek naar de effecten van toenemend internationaal beleggen door lange termijn beleggers

Tenslotte geven de uitkomsten van het onderzoek aanleiding om nader onderzoek te uit te voeren naar de maatschappelijke effecten van de sterkere internationale spreiding die lange termijn beleggers zoals pensioenfondsen in hun beleggingsbeleid de afgelopen jaren hebben toegepast. Voor een deel is dit terug te voeren op het door de regelgever afgedwongen verminderen van concentratierisico's. Het kan zijn dat over de langere termijn gemeten de risico- / rendementsverhouding niet negatief voor pensioenfondsen en verzekeraars uitpakt als meer lokaal wordt belegd. Het negatieve effect van de verminderde beschikbaarheid van kapitaal voor het Nederlandse bedrijfsleven zou ook in deze analyse betrokken dienen te worden.

02

De Amsterdamse beurs

De beurs fungeert primair als handelsplatform voor aandelen (eigen vermogen), obligaties (vreemd vermogen) en derivaten (afgeleide producten) tussen enerzijds ondernemingen die behoefte hebben aan groeikapitaal en anderzijds investeerders die op zoek zijn naar rendement en om risico's af te dekken. Deze publicatie is met name gericht op de functie van de Amsterdamse beurs met betrekking tot aandelenhandel en in mindere mate op handel in obligaties en derivaten.

2.1 Functie van de beurs

De markt waarin de beurs opereert kan worden opgedeeld in verschillende segmenten: de primaire markt, de secundaire markt en de tertiaire markt. Op de primaire markt noteren bedrijven nieuwe aandelen en obligaties en brengen deze voor het eerst in de handel. Deze markt is in Nederland volledig gereguleerd en Euronext Amsterdam is het belangrijkste platform in Nederland

waarop effecten genoteerd kunnen worden. De secundaire markt is de effectenmarkt waar investeerders uitgegeven effecten en financiële producten met elkaar verhandelen. In tegenstelling tot de primaire markt is deze markt beperkt gereguleerd, er zijn naast Euronext Amsterdam ook andere platformen, zoals Chi-X en TOM, waarop effecten die genoteerd zijn aan Euronext Amsterdam kunnen worden verhandeld. Handel in effecten kan ook 'Over The Counter' (OTC)

plaatsvinden, hetgeen betekent dat er helemaal geen 'openbaar' handelsplatform wordt gebruikt.

Tot slot is er de tertiaire markt. Dit is de derivatenmarkt waar afgeleiden van de effecten verhandeld worden. Ook deze markt is beperkt gereguleerd vanwege de aanwezigheid van OTC handel en andere platformen naast het gereguleerde Euronext Amsterdam.

Noot: In deze publicatie wordt met de aanduiding 'Amsterdamse beurs' de beurs in bredere zin bedoeld. Als er wordt gesproken over 'Euronext Amsterdam', dan heeft dit specifiek betrekking op de beursorganisatie.

Figuur 1: Schematisch overzicht van de Amsterdamse beurs



Noot: Euronext segmenteert naar Compartement A (Large), B (Mid) en C (Small).

Bron: KPMG, Euronext.

© 2013 KPMG Advisory N.V.

Beursnotering biedt voor ondernemingen de volgende voordelen:

- Merkherkenning;
- Professionalisering door hoge eisen aan corporate governance en financiële verslaglegging;
- Werving van getalenteerd personeel.

Aan de andere kant zijn er kosten aan een notering verbonden en zijn er ook ondernemers die de zichtbaarheid die een beursnotering met zich meebrengt minder aantrekkelijk vinden.

Aan de kant van de investeerders biedt de primaire markt van de beurs naast toegang tot investeringsmogelijkheden ook een exit mogelijkheid. De secundaire markt geeft investeerders de mogelijkheid om hun risico's te spreiden over een brede investeringsportfolio en de mogelijkheid om fusies en overnames te doen door het kopen of uitruilen van aandelen. De meerwaarde van de beurs voor investeerders komt verder voort uit de volgende punten:

- Toegang tot marktinformatie;
- Beleggerbescherming;
- Invloed op bestuur en regie;
- Handel zonder tegenpartijrisico.

2.2 Transacties op de beurs

Als handelsplatform heeft de beurs een centrale rol in de keten van orderinitiatie door de investeerder tot de executie, afwikkeling en monitoring van transacties.

De beurs faciliteert primair het handelsproces door het bij elkaar brengen van koop- en verkooporders, waarvoor ze een fee als vergoeding ontvangt.

Daarnaast verkrijgt de beurs inkomsten uit verschillende services:

- Het verschaffen van beursnotering aan ondernemingen tegen een 'listing fee';
- Het aanbieden van transacties en bijbehorende prijzen in het boek, het koppelen van de orders ('matchen') en het aanbieden van de daadwerkelijke transactiedata;
- Technologie is in verschillende vormen een belangrijke inkomstenbron voor veel beursorganisaties, zoals door 'connectivity' en 'co-location', maar ook het in licentie geven van het handelsplatform.

Na het tot stand komen van de transactie biedt Euronext Amsterdam de transactie gegevens bij de relevante clearing en settlement partijen aan ter verdere afwikkeling van de transactie.

De clearing activiteiten worden op Euronext Amsterdam uitgevoerd door LCH.Clearnet en staan separaat van Euronext, in tegenstelling tot de Duitse beurs (Deutsche Börse) waar de clearingactiviteiten geïntegreerd zijn in de groep. Overigens zijn rond de

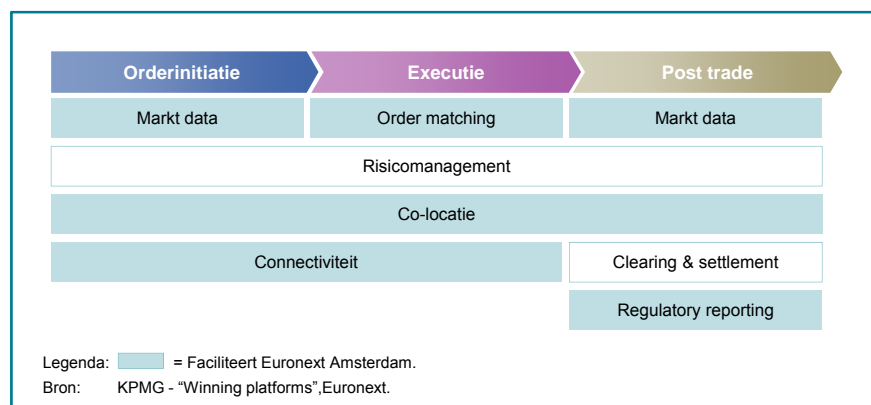
Amsterdamse beurs enkele van de grootste Europese clearers, EMCF en ABN AMRO Clearing ontstaan.

De beurs draagt ook bij aan toezicht en transparantie, doordat transacties door de beurs aan de toezichthouders worden gegeven, zodat de trading members voldoen aan wet- en regelgeving.

2.3 Historie

De Amsterdamse beurs heeft traditioneel een voorlopersrol gespeeld. De beurs is ontstaan aan het begin van de 17e eeuw en is daarmee de oudste aandelenbeurs ter wereld. In 1978 werd in Amsterdam de eerste Europese optiebeurs geopend en de Amsterdamse beurs was in 2000 onderdeel van één van de eerste grensoverschrijdende fusies tussen beursbedrijven. Deze fusie werd gevolgd door de fusie met NYSE in 2007 waaruit NYSE Euronext ontstond; één van de grootste intercontinentale effectenbeurzen ter wereld.

Figuur 2: Overzicht lifecycle trade

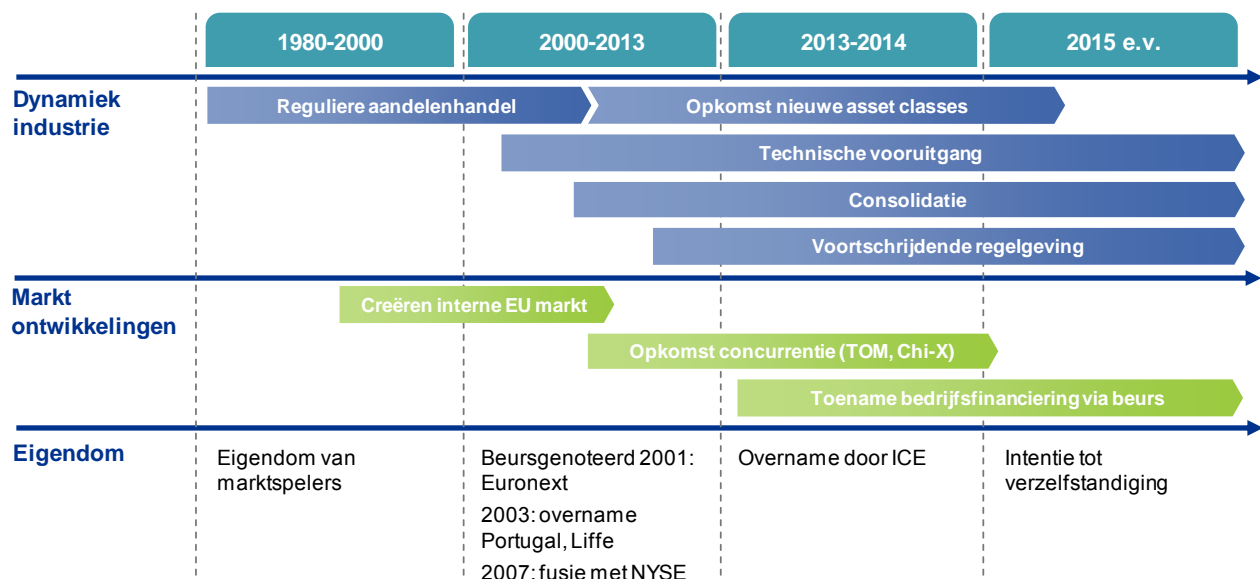


Historisch gezien is de beurs een belangrijke aanjager voor de Nederlandse economie en de positionering van Nederland als financieel centrum. Amsterdam is van oudsher één van de toonaangevende financiële centra ter wereld en de Nederlandse financiële sector is traditioneel relatief groot en heeft een sterk internationaal karakter. De Amsterdamse optiebeurs heeft als kraamkamer gefungeerd van de handel in opties op aandelen. Het is mede daardoor dat maar liefst drie van de op dit moment wereldwijd opererende en toonaangevende 'market makers' zijn opgericht en gevestigd in Nederland.

Daarnaast heeft de Amsterdamse beurs het voortouw genomen in het aanbieden noteringen aan grotere participatiemaatschappijen.

In eerste instantie was de beurs een non-profit organisatie en uitsluitend gericht op het bevorderen van handel in aandelen. In 1997 wijzigde dit en vond een omzetting plaats van vereniging met leden naar een naamloze vennootschap met aandeelhouders. In 2001 werd de beurs, inmiddels onderdeel van Euronext, zelf beursgenoteerd en kreeg een winsttoegmerk. De beursnotering is blijven bestaan na de fusie in 2007 waarbij Euronext Amsterdam onderdeel werd van NYSE Euronext.

Figuur 3: Historie van de Amsterdamse beurs (tijdlijn)

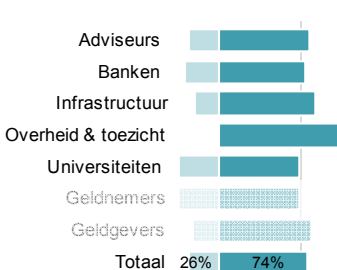


03

Het belang van een lokaal platform

“De beurs is van groot strategisch belang in het kader van het behoud van kennis en voor de Nederlandse economie” – Adviseur

Figuur 4: Het relatieve belang van een lokale beurs – interview feedback^(a)



Legenda: ■ Niet belangrijk.
■ Belangrijk.

Noot: (a) n=55.

Geldnemers en geldgevers geven mogelijk een minder representatief beeld omdat de interviews voornamelijk gehouden zijn met partijen met een lokale focus.

Bron: Interview feedback, KPMG analyse.

Reacties uit de markt laten zien dat een goed functionerende Amsterdamse beurs van groot belang wordt geacht voor de Nederlandse economie. Met name mid caps lijken voor externe financiering van groeikapitaal sterk aangewezen op de beurs. Ook wordt de bijdrage van de beurs aan de opbouw van kennis en de reputatie van Nederland als een belangrijk argument aangevoerd. Marktpartijen geven aan dat de rol van de beurs als platform voor het ophalen van kapitaal op dit moment niet optimaal wordt vervuld, maar lijken hier zelf deels verantwoordelijk voor te zijn. Daarnaast blijft de rol van de Amsterdamse beurs bij de uitgifte van en handel in schuldpapier van ondernemingen waarschijnlijk beperkt.

3.1 Belang van een lokale beurs groot

Een uitgebreide inventarisatie onder vertegenwoordigers van de belangrijkste belanghebbenden van de Amsterdamse beurs wijst uit dat een sterke en goed functionerende Amsterdamse beurs door velen van groot belang wordt geacht. Het verschaffen van toegang tot de kapitaalmarkt voor ondernemingen wordt hierbij als belangrijkste reden genoemd. Dit wordt verder besproken in paragraaf 3.2.

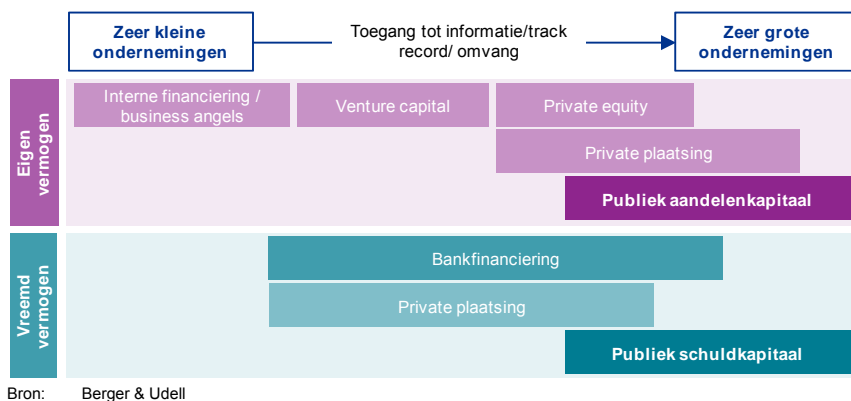
Verder staat de Amsterdamse beurs aan de basis van een hoogwaardig ecosysteem waarin vele duizenden specialisten werken en levert zij een belangrijke bijdrage aan het vestigingsklimaat in Nederland en de

reputatie van Nederland als financieel centrum. Daarnaast geven marktpartijen aan dat Nederland mede dankzij het hebben van een lokale beurs actief invloed kan uitoefenen op het Europees beleid en regulatorisch kader.

De rol die de beurs vervult in het behoud van kennis en het vestigingsklimaat en de internationale reputatie van Nederland wordt nader toegelicht in paragraaf 3.3.

Ondanks de reacties uit de markt lijken de partijen uit het ecosysteem momenteel niet optimaal bij te dragen om er voor te zorgen dat de beurs haar rol als platform voor het ophalen van kapitaal kan vervullen, waardoor minder ondernemingen beursnotering zoeken. Dit wordt verder besproken in paragraaf 3.4.

Figuur 5: Financiële groeicyclus van ondernemingen en financieringsbronnen



3.2 Toegang tot de kapitaalmarkt

Een goed functionerende lokale kapitaalmarkt is met name van groot belang als financieringsbron voor Nederlandse mid cap ondernemingen. Dit is bij uitstek het deel van het Nederlandse bedrijfsleven dat voor groei van werkgelegenheid en innovatie moet zorgen zodat de recessie kan worden omgekeerd in economische groei.

Als de beurs niet optimaal functioneert ontbreekt er een schakel in de groeiketenen van bedrijven waardoor ondernemingen met potentie niet volledig tot wasdom kunnen komen. Een exit via beursnotering zorgt ervoor dat er kapitaal vrijkomt voor nieuwe groeifinanciering. Het succes van bedrijven aan het einde van het groeiproces heeft daarnaast een uitstralings-effect op kleinere ondernemingen in eerdere fases, doordat succesvolle large caps omzet en werkgelegenheid genereren bij minder grote ondernemingen.

Voor investeerders geldt dat de locatie van de beurs steeds minder relevant is en de efficiëntie van het platform en continuïteit en liquiditeit van de handel op het handelsplatform vooropstaan.

3.2.1 Geldnemers

Lokale bekendheid is een belangrijke factor voor het succes van een 'Initial

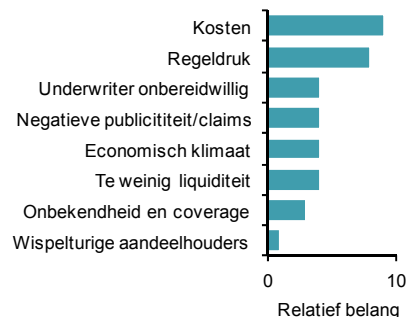
Public Offering' (IPO) van een mid cap onderneming. Buiten Nederland zullen maar een beperkt aantal Nederlandse mid cap fondsen in staat zijn geld aan te trekken op de primaire markt, vanwege de beperkte profilering onder investeerders en het bredere publiek. Daarnaast kan een beursnotering de lokale bekendheid van de onderneming verder doen toenemen en bijdragen aan een betere reputatie en zichtbaarheid in de thuishmarkt.

Anderzijds maken de hoge eisen aan onder meer financiële verslaggeving en corporate governance een beursgang kostbaar, vooral voor small cap ondernemingen maar ook voor kleinere mid cap ondernemingen. Een beursnotering vereist een hoge mate van professionaliteit in financiële verslaggeving en corporate governance. Dit komt een onderneming ten goede, maar de inspanningen en kosten die ermee gemoeid zijn zijn voor een kleiner bedrijf lastiger op te brengen.

Bij een IPO betaalt een small cap naar schatting 8,7% van het bruto opgehaald kapitaal aan kosten, deze omvatten de listing fee aan Euronext Amsterdam en daarnaast underwriting fees, professional fees en overige kosten als drukkerij en marketing.

Verder hebben kleine bedrijven moeite met het vinden van een underwriter en is de liquiditeit in het segment beperkt.

Figuur 6: Meest genoemde drempels voor beursnotering – interview feedback



Deze factoren in combinatie met het feit dat de coverage van small en midcapfondsen in Nederland zeer beperkt is, maken dat een marktkapitalisatie van (ruim) boven de €100 miljoen over het algemeen als ondergrens wordt gezien voor een beursnotering.

Relatief laagdrempelige alternatieve beursplatformen voor mid en small cap hebben tot nu toe weinig succes. Vergelijkbare platformen in het buitenland lijken hun succes volgens de geïnterviewden voornamelijk te danken aan bepaalde (fiscale) stimuleringsmaatregelen van de overheid.

Large caps zijn veelal internationaal actief en daardoor minder verbonden met de oorspronkelijke Nederlandse thuishmarkt. Grote beursgenoteerde large caps leunen in belangrijke mate op buitenlandse investeerders en kunnen deze onafhankelijk van het gekozen platform bereiken.

Toch biedt de Amsterdamse beurs large caps een aantal belangrijke secundaire voordelen. Ten eerste draagt beursnotering bij aan de corporate governance van een onderneming. Ten tweede zijn large caps vanwege de relatief kleine populatie goed zichtbaar op de Amsterdamse beurs, voor zowel beleggers als het bredere publiek.

Daarnaast is de liquiditeit op het Amsterdamse platform erg groot door het bestaan van een zeer actieve derivaten (optie) handel op large caps.

Anderzijds geeft sterk internationale karakter van large caps een zekere onafhankelijkheid van deze organisaties ten opzichte van de Amsterdamse beurs. De binding met Amsterdam lijkt echter stevig door een combinatie van historie, corporate governance en liquiditeit - al dan niet veroorzaakt door de actieve derivaten notering.

De afgelopen jaren doen grote Europese ondernemingen vaker een beroep op obligatiemarkten⁽¹⁾. Belangrijke drijvers achter deze ontwikkeling lijken te zijn:

- De dalende beschikbaarheid van (goedkope) bankfinanciering;
- De behoefte van investeerders aan een alternatief voor laag-renderende staatsobligaties.

De Amsterdamse beurs speelt echter tot op heden een beperkte rol in de primaire obligatiemarkt voor niet-financiële ondernemingen, terwijl de secundaire handel voor 90-95% OTC verloopt⁽²⁾. Corporate bonds worden binnen Europa in de meeste gevallen in Ierland en Luxemburg genoteerd, met name vanwege het gunstige fiscale regime aldaar.

3.2.2 Geldgevers

Internationale investeerders weten de Amsterdamse beurs goed te vinden; naar schatting 70 tot 80% van de aandelen in grote Nederlandse ondernemingen is in buitenlandse handen, welke verder geen binding hebben met de beurs. Investeerders kunnen door technologische ontwikkelingen steeds eenvoudiger op verschillende

platformen terecht, wat maakt dat beurzen onderling concurreren om large caps, die vervolgens een aanzuigende werking op investeerders hebben.

Vanuit het oogpunt van grote institutionele beleggers is beleggen in small cap ondernemingen in Nederland relatief oninteressant omdat de resultaten op deze beleggingen weinig kunnen bijdragen aan het totale beleggingsresultaat. Beleggers zoeken daarnaast liquiditeit om in continuïteit een goede prijsvorming te garanderen en een exit te kunnen realiseren: dit kan alleen als er voldoende vraag en aanbod is. Voor lokale investeerders kunnen small cap bedrijven wel interessant zijn. Zij hebben namelijk meer kennis van de onderneming en de lokale markt en kunnen in een aantal gevallen profiteren van de 5% deelnemingsvrijstelling.

De secundaire markt van de beurs speelt een belangrijke rol in een land met de grootste vermogensbeheerders ter wereld. Nederlandse institutionele beleggers zijn echter snel internationaal gaan beleggen, maar een lokale beurs wordt van belang geacht mocht men op enig moment deze trend willen ombuigen en de investeringen van institutionele investeerders in de lokale economie willen stimuleren.

Verder wordt de Amsterdamse beurs gezien als een professionele beurs en kent Nederland een sterk ontwikkelde corporate governance en beleggerbescherming.

“In principe maakt het voor beleggers niet uit in welk land een bedrijf beursgenoteerd is, het vertrouwen in het platform moet er alleen wel zijn” – Belangenvereniging

“Toen Nederlandse pensioenfondsen nog actief investeerden in Nederlandse fondsen was de liquiditeit hierin veel groter. Nederlandse beleggers hebben over het algemeen minder loyaliteit aan de lokale markt” – Market maker

Bron: (1) Deutsche Bank.
(2) Euronext.

“Indien de beurs en het ecosysteem daaromheen verdwijnen is dat onomkeerbaar of zeer kapitaalintensief om weer op te bouwen” – Adviseur

3.3 Werkgelegenheid, kennis en reputatie van Nederland

De Amsterdamse beurs staat aan de basis van een hoogwaardig ecosysteem dat een belangrijke bijdrage levert aan de Nederlandse economie.

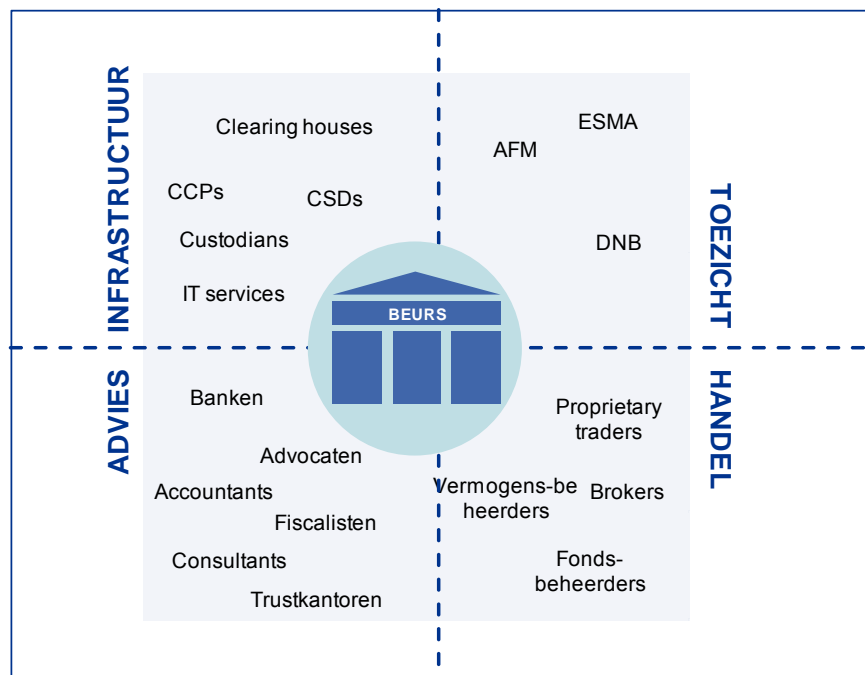
Het hebben van zowel private als publieke kapitaalmarkten in Nederland is van groot belang voor de werkgelegenheid. Volgens de geïnterviewden zijn “enkele duizenden” hoogwaardige banen direct gerelateerd aan de Nederlandse kapitaalmarkt. Niet alleen zijn er bij Euronext Amsterdam in haar huidige vorm 135 medewerkers werkzaam, indirect zorgt de beurs voor vele duizenden hoogwaardige banen in de handel in aandelen en derivaten, bij beleggingsfondsen, in de advocatuur en accountancy en bij adviseurs. Daarnaast genereert de beurs werkgelegenheid bij de toeleveranciers van deze bedrijven.

Zonder beurs zal maar een klein deel van deze werkgelegenheid kunnen blijven bestaan; de rest zal vermoedelijk verdwijnen of worden overgenomen door het buitenland.

Ook zorgt de beurs dat specifieke kennis en expertise behouden blijven in Nederland. Zonder beurs zal de kwaliteit van de financiële dienstverlening minder worden, omdat de kennis omtrent kapitaalmarkttransacties zal afnemen. Nederland zou dus niet alleen een kapitaalmarktplatform, maar ook een kennisplatform kwijtraken.

Tot slot geven belanghebbenden aan dat de Amsterdamse beurs een belangrijke bijdrage levert aan het Nederlandse vestigingsklimaat voor grote ondernemingen en hoogwaardige start-ups en daarnaast de Nederlandse overheid en toezichthouder beter in staat stelt om mee te praten op Europees niveau over de inrichting van de financiële markten.

Figuur 7: Het ecosysteem rond de beurs (indicatief)



Bron: KPMG analyse

3.4 Invloed van het ecosysteem op de beurs

Hoewel de beurs dus een belangrijke functie vervult voor het omliggende ecosysteem, dragen de partijen uit het ecosysteem momenteel niet optimaal bij om er voor te zorgen dat de beurs haar rol als platform voor het ophalen van kapitaal kan vervullen.

Nederlandse ondernemingen zijn op dit moment terughoudend in het zoeken van een beursnotering. Dit lijkt deels gedeven te zijn door het feit dat de kosten van een listing en het voldoen aan regelgevingvereisten vooral voor kleinere ondernemingen relatief hoog zijn in vergelijking met bijvoorbeeld bankfinanciering. Daarnaast is er op dit moment weinig liquiditeit op de beurs en bovendien heeft de beurs momenteel niet de middelen om genoteerde ondernemingen te promoten. Daarnaast brengen banken minder small en mid cap ondernemingen naar de beurs. Aan IPO's van kleinere ondernemingen wordt relatief weinig verdiend in vergelijking met de risico's die de bank loopt met betrekking tot de zorgplicht en de te verrichten werkzaamheden.

Ook de AFM speelt een rol bij het functioneren van de beurs; zij stelt eisen aan het proces van beursnotering en jaarlijkse verslagleggings- en governance eisen voor beursgenoteerde ondernemingen. Weliswaar is dit een drempel voor bedrijven om een beursnotering te zoeken, maar dit zorgt tegelijkertijd

voor een veilig beleggerklimaat, waardoor investeerders minder risico lopen, hetgeen de beurs voor hen aantrekkelijker maakt.

Adviseurs richten zich met name op het bedienen van grote ondernemingen, terwijl juist in de markt van middelgrote ondernemingen een financieringsbehoefte bestaat waar de beurs een rol zou kunnen spelen.

Aan IPO's van kleinere ondernemingen wordt door adviseurs relatief weinig verdiend, maar deze zijn wel nodig om het bestaansrecht van de beurs te behouden en om kapitaal te verschaffen aan Nederlandse ondernemingen voor het financieren van groei.

Accountants bewaken de kwaliteit van financiële verslaglegging van beursgenoteerde ondernemingen. De accountantskosten voor een beursgenoteerde onderneming zijn hoger dan voor een onderneming zonder beursnotering, echter door een hogere kwaliteit van financiële verslaglegging wordt de onderneming transparanter en vergelijkbaar, dus aantrekkelijker voor investeerders.

Analisten volgen beursgenoteerde bedrijven en brengen deze daarmee onder de aandacht van beleggers. Beleggers focussen steeds meer op grote ondernemingen en zijn daarom minder bereid om voor research op kleinere ondernemingen te betalen, hetgeen op haar beurt de liquiditeit in deze stukken aantast.

“Banken nemen kleinere bedrijven die naar de beurs willen minder serieus omdat ze niet genoeg verdienen aan deze introducties” – Investeerder

“Een handelsplatform voor de kleinste ondernemingen gaat in Nederland waarschijnlijk niet werken, omdat analisten of brokers deze bedrijven niet coveren omdat ze hun fee niet terug verdienen. Als gevolg daarvan is er geen liquiditeit” – Bank

04

Relevante ontwikkelingen

In de afgelopen jaren is de positie van de Amsterdamse beurs in toenemende mate onder druk komen te staan. Door een combinatie van factoren is de beurs haar aantrekkelijkheid voor nieuwe noteringen deels kwijtgeraakt. Het aantal nieuwe noteringen is afgenomen en de hoeveelheid kapitaal die daarbij is opgehaald is zeer beperkt. Ook op Alternext Amsterdam is het bij noteringen opgehaalde kapitaal laag vergeleken met vergelijkbare beurzen in het buitenland. Dit is in belangrijke mate terug te voeren op de meer internationale spreiding die beleggers zijn gaan toepassen in hun beleggingsstrategie. Diverse ontwikkelingen hebben een negatieve impact op de handelsvolumes in mid en small caps en daarmee op de attractiviteit van de beurs. De daling van de handelsvolumes in Nederland is deels te verklaren doordat wereldwijd relatief minder in aandelen wordt belegd, maar ook door de concurrentie met alternatieve handelsplatformen, welke voor fragmentatie over verschillende platformen zorgt. Internalisering, 'dark pools' en toenemende OTC hebben er ook toe geleid dat meer handel buiten handelsplatformen om loopt.

4.1 Veranderende omgeving

De aantrekkelijkheid van de beurs is voor nieuwe noteringen in de afgelopen jaren verminderd. Verschillende factoren en ontwikkelingen die hierbij een rol hebben gespeeld zijn niet door de beurs zelf te beïnvloeden. De belangrijkste ontwikkelingen zijn weergegeven in figuur 8 op de volgende pagina.

De toenemende druk van regelgeving wordt veroorzaakt door veranderingen die betrekking hebben op het herstellen van de controle van financiële markten en het verbeteren van de transparantie van financiële

transacties. Toezichhouders en overheden willen deregulering ongedaan maken en de controle en transparantie op de financiële markten verhogen.

In het algemeen is het door het opgaan van de Eurozone en daarmee het wegvallen van valutarisico's gemakkelijker geworden voor investeerders om internationale spreiding in de beleggingsportefeuille aan te brengen. Daarnaast hebben risk/return analyses bij institutionele beleggers aanleiding gegeven om concentratierisico's te verminderen, ook dit heeft tot een meer internationale spreiding van beleggingen aanleiding gegeven.

Figuur 8: Diverse ontwikkelingen die een negatieve impact hebben op de aantrekkelijkheid van de beurs voor nieuwe noteringen

Regulatoir kader	Maakt beleggen in aandelen minder aantrekkelijk Toegenomen regeldruk maakt het lastiger voor ondernemingen om beursnotering te verkrijgen en behouden Professionalisering van de pensioensector, bijvoorbeeld fiduciair asset management waarbij minder direct wordt geïnvesteerd	Door deze ontwikkelingen is beursnotering minder aantrekkelijk voor ondernemingen
Delistings	Delistings van bedrijven die worden overgenomen door buitenlandse partijen waardoor de Nederlandse notering overbodig wordt	
Beleggingsstrategie	Opening van markten in de Eurozone heeft de investeringshorizon verbreed en leidt tot meer spreiding van beleggingen Toename van indexbeleggen, stock picking is minder populair geworden	
Macro-economisch	Instabiliteit van de financiële omgeving vanwege de crisis Verschuiving van investeringen naar opkomende economieën zoals Azië of de BRIC landen	
NYSE Euronext	NYSE Euronext heeft altijd met name op large caps gefocust, dit sluit niet aan bij de Nederlandse markt NYSE Euronext heeft met name op de grotere markten binnen het concern gefocust, Nederland valt hier niet onder	Deze factoren hebben een negatieve impact op de liquiditeit en daardoor op de aantrekkelijkheid van de beurs
Investeerders (algemeen)	Investeerders zoeken de goedkoopste platformen om te handelen, wat zorgt voor fragmentatie ETF's / index beleggers voor mid / large caps Dalende activiteit en volumes van retail beleggers	
Market makers	De Amsterdamse beurs is relatief klein vergeleken met andere beurzen, waardoor er minder activiteit is Door het huidige ECB beleid neemt de volatiliteit van aandelenkoersen af De potentiële invoering van de Financial Transaction Tax heeft grote impact op financiële markten	

Bron: KPMG analyse

Om hun winstgevendheid op peil te houden zijn beurzen daarnaast wereldwijd gedwongen om keuzes te maken in het bedienen van een bepaald klantsegment en een daarbij passend bedrijfsmodel en investeringen in technologie. Dit heeft te maken met de toenemende druk van regulering, technologische veranderingen en macro-economische ontwikkelingen.

Omdat investeerders in toenemende mate op zoek zijn naar een kostenefficiënte uitvoering van transacties, worden beurzen vaak gedwongen om mee te gaan met kostbare technologische ontwikkelingen om de snelheid van handelen en de connectiviteit verbeteren.

Tot slot hebben macro-economische ontwikkelingen leiden tot een verschuiving van belegbaar vermogen naar snelgroeiende markten en andere asset classes. Aan de kant van de geldnemers, willen multinationals de mogelijkheid om hun aandelen te verhandelen op een liquide, globale markt en lokale ondernemingen vinden het moeilijker om toegang te krijgen tot de kapitaalmarkt.

4.2 Wel rol in crisissituaties, minder voor groeikapitaal

Beperkt aantal nieuwe noteringen in Amsterdam

De afgelopen jaren hebben relatief weinig ondernemingen een beursnotering aangevraagd, mede als gevolg van de in 4.1 genoemde en conjuncturele ontwikkelingen en het zware regulatoire kader, dat het lastig en kostbaar maakt voor bedrijven om een beursnotering te krijgen en daarnaast het beleggen in aandelen voor institutionele beleggers en particuliere investeerders minder aantrekkelijk maakt.

Sinds 2002 hebben 34 IPO's aan de beurs in Amsterdam plaatsgevonden, waarmee de Amsterdamse beurs sterk achterblijft bij de beurzen van Parijs en Londen. Vanaf 2008 zijn per saldo 46 noteringen van de beurs verdwenen, terwijl Delta Lloyd en Ziggo feitelijk de enige Nederlandse ondernemingen zijn die middels een IPO aan de beurs kapitaal opgehaald hebben.

In Parijs en Londen vond een veel groter aantal noteringen plaats dan in

Amsterdam; dit kan deels worden toegeschreven aan het succes van de alternatieve beurzen AIM en Alternext Parijs. Alternext Amsterdam is geen succes is geworden.

Ten opzichte van het buitenland weinig groeikapitaal opgehaald

Sinds 2002 werd op de Amsterdamse beurs circa €20 miljard opgehaald, waarvan €14 miljard door fondsen en buitenlandse bedrijven. Door Nederlandse bedrijven werd via IPOs €5,75 miljard aan kapitaal opgehaald, goed voor 1% van het BBP. In de UK zijn lokale bedrijven in staat om €90 miljard op te halen, wat goed is voor bijna 5% van het UK BBP. Ook in vergelijking met de andere landen in de Euronext groep blijkt de Amsterdamse beurs een minder effectief middel voor het aantrekken van kapitaal via IPO.

Op de AIM in Londen is sinds 2008 veruit het meeste kapitaal opgehaald, gevolgd door Alternext Parijs en daarna Alternext Amsterdam waar alleen in 2012 een notering plaatsvond.

Deze notering betreft de Braziliaanse bank BTG Pactual, die de notering wil gebruiken om de Europese markt te betreden maar nog niet voldeed aan alle vereisten om een notering te krijgen aan de reguliere beurs.

Het grote verschil in aantal noteringen lijkt gedeeltelijk gedreven te zijn doordat de AIM als eerste werd opgericht en daardoor een voorsprong had op Alternext in termen van 'investor base' en liquiditeit, waardoor meer bedrijven werden aangetrokken. Het succes van de AIM en Alternext Parijs is onder andere te danken aan een sterke infrastructuur voor investeringen, een grotere investor base, minder sterk effect van internationalisering van beleggers, een gunstig fiscaal klimaat en een ecosysteem waarin kleinere noteringen kunnen worden begeleid.

Alternext Amsterdam kent weliswaar een lichter regulatorisch regime maar in de praktijk blijkt dat met name voor begeleidende partijen zoals banken en adviseurs dit een extra complexiteit met zich meebrengt. Zowel op het moment dat de notering tot stand komt als naderhand blijft immers een aansprakelijkheid bestaan die deze partijen niet gemakkelijk kunnen accepteren.

Amsterdamse beurs speelde wel een belangrijke rol bij herkapitalisatie in crisissituaties

Beursgenoteerde bedrijven lijken wel in staat om door secundaire plaatsingen kapitaal via de beurs aan te trekken. Sinds 2002 werd via secundaire plaatsingen €47,4 miljard aan kapitaal aangetrokken, waarvan €4,1 miljard door diverse fondsen. Bedrijven waren in totaal goed voor

€43,2 miljard. Enkele grote emissies betreffen het aantrekken van kapitaal door Fortis ter overname van ABN AMRO in 2007 (€13,6 miljard) en door ING Groep ter aflossing van staatsschuld in 2009 (€7,6 miljard).

In crisissituaties blijken lokale, betrokken investeerders een belangrijke rol te spelen.

4.3 Afname liquiditeit

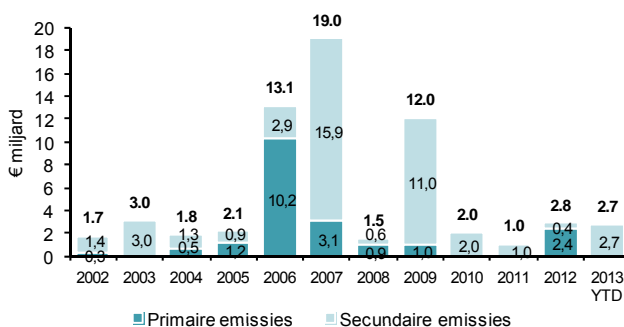
Een daling van de liquiditeit maakt de Amsterdamse beurs minder aantrekkelijk voor zowel investeerders als ondernemingen en zorgt daarmee voor een verdere afname van liquiditeit en mogelijk het aantal nieuwe beursgangen.

Wereldwijd alloceren investeerders relatief minder kapitaal aan aandelen als 'asset class' waardoor de omzet op de Europese aandelenmarkten de afgelopen jaren sterk is teruggelopen. Als gevolg van het huidige economische klimaat en de onrust op de financiële markten vindt een verschuiving plaats naar asset classes met een lager risicoprofiel, zoals obligaties, en naar opkomende landen.

De afname in handelsvolumes aan de Amsterdamse beurs wordt verder versterkt door het teruglopend aantal genoteerde ondernemingen en doordat een substantieel deel van de handelsvolumes is weggevloeid naar alternatieve handelsplatformen.

De MiFID-richtlijn, ingevoerd door de Europese wetgever om de concurrentie tussen kapitaalmarktplatformen te intensiveren, heeft de weg vrij gemaakt voor de oprichting van alternatieve handelsplatformen (MTF's).

Figuur 9: Opgehaald kapitaal op de Amsterdamse beurs door middel van primaire en secundaire emissies



Noot: Opgehaald kapitaal bij IPO's is inclusief Alternext.
2006: €7,5 miljard voor participatiefondsen; secundaire emissies in 2007 voor €13,6 miljard Fortis en in 2009 €7,6 miljard in ING.

Bron: Euronext, KPMG analyse.

Figuur 10: Aantal IPO's en opgehaald kapitaal als percentage van het BBP

IPO's en opgehaald kapitaal (2002-2013)				
Land	Aantal IPO's	Mkt cap/BBP	Totaal kapitaal opgehaald/BBP	Kapitaal opgehaald door lokale bedrijven/BBP
VK	1.872	134,1%	8,0%	4,6%
Nederland	34	82,2%	3,3%	1,0%
België	n/a	60,3%	2,5%	2,4%
Portugal	n/a	30,1%	1,9%	1,2%
Frankrijk	232	67,5%	1,8%	1,7%

Noot: Lokale bedrijven geselecteerd op basis van ISIN-code en land van zetel. Gehanteerde wisselkoers GBP-EUR.

Bron: Euronext Factbooks, London Stock Exchange.

Sinds de oprichting van de eerste MTF's hebben deze snel aan marktaandeel gewonnen. Samen zijn de MTF's in 2012 goed voor bijna 40% van de via platforms verhandelde volumes in AEX fondsen, exclusief de OTC handel. Met name de MTF's BATS Chi-X (28% in 2012) en Turquoise (6% in 2012) hebben een significant marktaandeel van de 'on exchange' handelsvolumes van de AEX op de Amsterdamse beurs gewonnen.

De belangrijkste reden voor de snelle opmars van MTF's is dat deze nieuwe partijen in staat waren om substantieel lagere transactiekosten te hanteren, wat door retail klanten aantrekkelijk wordt gevonden. MTF's zijn relatief kleine en flexibele organisaties zonder Legacy IT-systemen, welke een selectieve focus hanteren op alleen de meest aantrekkelijke delen van de aandelenhandel.

Inmiddels lijkt de opmars van MTF's zich enigszins te stabiliseren. Dit kan wellicht verklaard worden doordat ook Euronext Amsterdam haar tarieven inmiddels naar beneden heeft

bijgesteld, alhoewel de tarieven van de MTF's nog altijd significant lager zijn.

Tot slot hebben internalisering, 'dark pools', in-house matching en toenemende OTC handel bijgedragen aan de dalende liquiditeit op de beurs. Steeds meer van de secundaire handel in aandelen verloopt 'off exchange', waarbij verreweg het grootste deel van de off exchange handel OTC is. Sinds eind 2012 wordt meer dan 45% van het totale handelsvolume in aandelen van AEX fondsen, OTC verhandeld⁽¹⁾.

De afgelopen jaren neemt het handelsvolume via dark pools toe, met name omdat beleggers de impact van grote orders op de koers willen beperken.

Ook is een deel van de handel geïnternaliseerd door financiële instellingen en marktpartijen, die daarmee hun transactiekosten sterk kunnen verlagen. In Nederland lijken de geïnternaliseerde handelsvolumes nog beperkt, maar in de Verenigde Staten wordt geschat dat 100% van de retailhandel inmiddels wordt

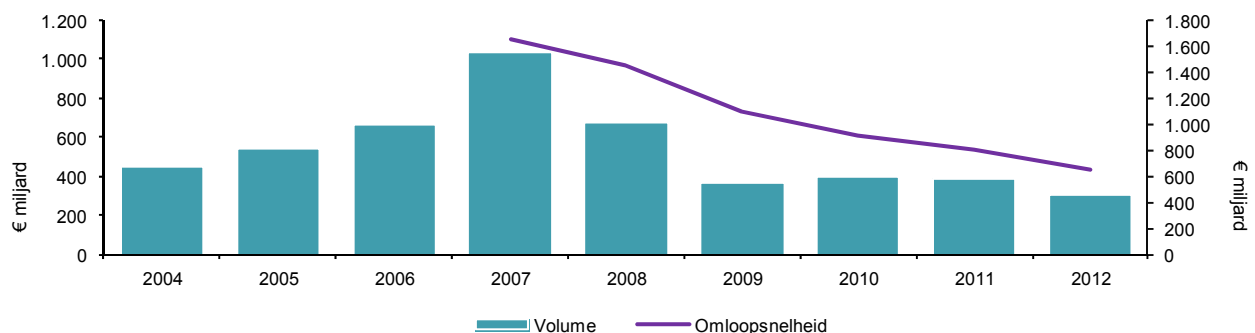
geïnternaliseerd⁽²⁾.

Handel die buiten platformen omloopt komt de transparantie van en koersvorming op de aandelenmarkt niet ten goede. Doordat een substantieel deel van de handel buiten het publieke platform loopt is deze minder zichtbaar en door beperkte transparantie begint prijsvorming een probleem te worden⁽³⁾.

“De beurs heeft veel concurrentie van alternatieve platformen, dit gaat allemaal om de prijs voor beleggers. Als de beurs duurder is dan de andere platformen, moeten ze wel extra service leveren” – Onderneming

- Bron: (1) Fidessa.
 (2) CFA institute.
 (3) 'Dark pools: in the spotlight again' – KPMG publicatie 2012.

Figuur 11: Handelsvolume in aandelen op de Amsterdamse beurs



- Noot: Omloopsnelheid is berekend als totaal handelsvolume gedeeld door gemiddelde market cap
 Bron: Euronext

05

Mogelijke kansen

De Amsterdamse beurs kan als lokale kapitaalmarkt een belangrijke rol spelen in de financiering van het bedrijfsleven. Er bestaat zeker potentieel voor de beurs op de Nederlandse markt, aangezien op dit moment slechts 77 van de in totaal 2.900 Nederlandse bedrijven met meer dan 250 medewerkers aan de beurs genoteerd zijn. Slechts ongeveer 4% van de Nederlandse beroepsbevolking is op dit moment werkzaam bij een beursgenoteerde onderneming, terwijl 40% werkzaam is bij een onderneming die groot genoeg is voor beursnotering. De verwachting is dat de vraag van Nederlandse ondernemingen naar extern eigen vermogen zal toenemen en dat ook vanuit investeerders de vraag naar aandelen zal stijgen. Daarnaast zal vanuit ondernemingen de vraag naar alternatieve bronnen van vreemd vermogen toenemen, waarbij de introductie van een platform voor de handel in schuldpapier een kans zou kunnen bieden voor de Amsterdamse beurs, al is deze naar verwachting pas realiseerbaar op de (middel)lange termijn.

5.1 Toenemende vraag naar groeikapitaal

De verwachting is dat de Nederlandse economie per 2015 weer zal groeien en de jaren daarna verder zal aantrekken⁽¹⁾. Om deze economische

groei te financieren zullen Nederlandse ondernemingen op de middellange termijn meer behoefte krijgen aan zowel eigen vermogen als vreemd vermogen.

Bankkrediet is voor Nederlandse ondernemingen traditioneel de

primaire externe financieringsbron. Nederlandse niet-financiële ondernemingen zijn gemiddeld met meer dan 50% vreemd vermogen gefinancierd, waarbij met name het MKB sterk is aangewezen op bankfinanciering.

Bron: (1) CPB.

Figuur 12: Overzicht aantal werknemers in Nederland per bedrijfsgrootte, totaal en beursgenoteerd (indicatief)

# werknemers	Market cap ^(a)	Voorbeeld ondernemingen	AANTAL BEDRIJVEN		AANTAL FTE	
			Totaal Nederland	Beursgenoteerde Nederlands ^(b)	Totaal Nederland ^(c)	Beursgenoteerde Nederlands
Zeer groot > 1.000 FTE	> €1,0mrd gem. ~ €6,0mrd	o.a. Shell, Unilever, Akzo	700	30	1.700.000	200.000
	€ 250m - €1,0mrd gem. ~ €400m	o.a. CSM, Heijmans, TomTom		32		110.000
Groot 250-1.000 FTE	gem. ~ €100m	o.a. Corio, Ajax, BinckBank	2.200	15	1.100.000	7.000
MKB tot 50 FTE	Tot ~ €100m	o.a. Porceleyne fles, Pharming group	1.263.000	22	4.500.000	1.500
TOTAAL			1.265.900	99	7.300.000	318.500

40% (toesluiting op de 700 bedrijven met > 1.000 FTE)
4% (toesluiting op de 99 beursgenoteerde bedrijven)

Noot: (a) Exclusief (vastgoed) fondsen

(b) Selectie van bedrijven uit A-B-C compartiment met hoofdkantoor in Nederland. (bevat geen Nederlandse bedrijven die in het buitenland genoteerd zijn (e.g. NXP)

(c) Indicatief, op basis van het gemiddeld aantal medewerkers per classificatie maal aantal bedrijven in Nederland, waarbij het aantal FTE bij zeer grote bedrijven is geschat op basis van omvang beroepsbevolking – totale gemiddelde FTE van de bedrijfscategorieën

Bron: CBS, Capital IQ, Euronext, KPMG analyse

Echter, door ontwikkelingen in de bankensector en nieuwe regelgeving neemt de beschikbaarheid van bancaire financiering af en neemt de leencapaciteit van banken mogelijk met €200 miljard af⁽¹⁾.

Sinds 2008 is als gevolg van de aanhoudende economische crisis de risicoperceptie bij banken veranderd. Banken zijn kritischer geworden ten aanzien van kredietverstrekking. Daarnaast leidt nieuwe regelgeving tot een afname van de kredietruimte.

Nu Europa nog herstellende is van een kredietcrisis is het ook voor ondernemingen van belang dat zij hun balans versterken. Daarom is een toename van het gebruik van schuldfinanciering geen wenselijke ontwikkeling.

Tot slot is er nog de eigen winstcreatie van ondernemingen als financieringsbron, maar ook deze is de afgelopen jaren sterk afgenomen ten gevolge van de economische crisis. Dit alles gebeurt op een moment dat bedrijven op zoek blijven naar groeikapitaal, wat maakt dat het belang van een toegankelijke lokale kapitaalmarkt alleen maar toe zal nemen

5.2 Toenemende vraag naar aandelen

Wereldwijd alloceren investeerders relatief minder kapitaal aan aandelen als asset class, maar de absolute omvang van beleggingen in aandelen stijgt.⁽²⁾

Door de hoge volatiliteit van de aandelenmarkten tijdens de afgelopen jaren, zijn investeerders minder geïnteresseerd in aandelen, maar de behoefte aan kapitaal vanuit bedrijven blijft bestaan. Door het verschil tussen vraag en aanbod ontstaat een 'equity gap', wat naar verwachting zal leiden tot een hogere 'beloning voor equity' door bedrijven, waardoor aandelen weer aantrekkelijk worden voor investeerders.

De beurs is een geschikt platform om kapitaal efficiënt te alloceren en draagt daardoor in belangrijke mate bij aan economische groei. Aan de kant van de geldnemers vloeit het kapitaal naar de bedrijven die het best presteren en het hardst groeien en aan de kant van de geldgevers zorgt de beurs voor risicospreiding.

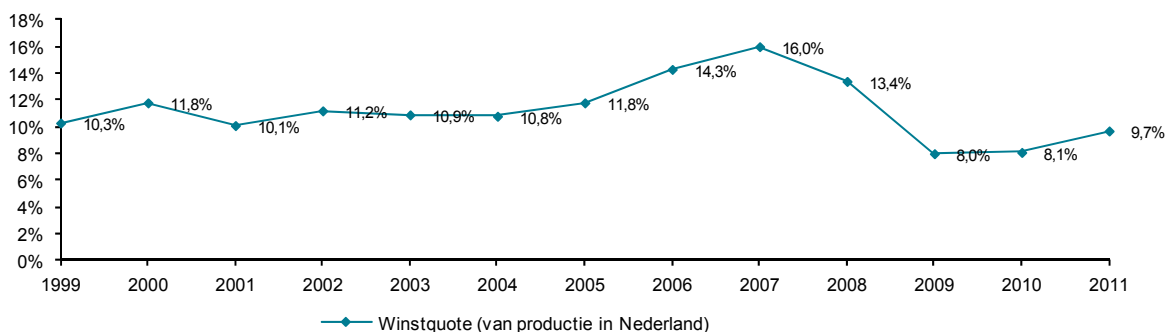
“De beurs kan en wil een rol vervullen in het opvullen van de dalende beschikbaarheid van kapitaal bij banken” – Adviseur

Minder IPOs betekent minder banen in Europa. Het merendeel van de banen gecreëerd door beursgenoteerde ondernemingen ontstaat na een IPO. Een groot deel van de banen komt uit het mid cap segment

“In de Nederlandse MKB sector zijn meer dan genoeg innovatieve ondernemers actief, dus de behoefte aan groeikapitaal blijft aanwezig” – Belangenvereniging

Bron: (1) 'Stapelings regelgeving' – KPMG publicatie 2012
(2) 'The Emerging Equity Gap' – McKinsey 2011

Figuur 13: Nettowinst van Nederlandse bedrijven als percentage van het BBP (1999-2011^(a))



Noot: (a) Exclusief banken en verzekeringen.
Bron: CPB, KPMG analyse.

Vanwege de cyclische beweging van de financiële markten en de lage rendementen op obligaties zullen aandelen naar verwachting aantrekkelijker worden voor ondernemingen en investeerders.

Het jaarlijks rendement van aandelen tijdens de afgelopen tien jaar was laag, mede als gevolg van de economische crisis, maar het gemiddelde jaarlijkse rendement op aandelen over langere periodes ligt boven reële obligatierendementen. Bovenstaande zal de vraag naar aandelen vanuit investeerders waarschijnlijk in de toekomst weer laten toenemen.

Tot slot is er nog de individualisering van het pensioenstelsel. Hierdoor zal in de toekomst een verschuiving plaats kunnen vinden van institutionele beleggers naar retail beleggers.

Zoals vastgesteld in een recent onderzoek van TNS Nipo en Het Financieel Dagblad zijn jongeren zich slechts beperkt bewust van de veranderingen in het pensioenstelsel. In de toekomst zal door deze veranderingen het beleggingsrisico waarschijnlijk meer bij de pensioennemer komen te liggen.

Er lijkt dan ook een culturomslag nodig welke waarschijnlijk de nodige tijd zal vergen. Het effect van de veranderingen zal mogelijk zijn dat er een verschuiving zal plaatsvinden richting het zelf beleggen door particulieren, (ook in aandelen).

5.3 Obligatiemarkt

De afnemende kredietruimte bij banken leidt tot een behoefte bij Nederlandse ondernemingen naar alternatieven om schuldfinanciering op te halen.

Dit biedt een kans voor de beurs om een platform te bieden voor de handel in schuldpapier, hoewel de primaire markt voor obligaties zich op dit moment concentreert in Ierland en

Luxemburg en de secundaire markt OTC is.

Euronext Amsterdam zou zich met name moeten richten op mid caps zonder credit rating. Large caps en sterke mid caps hebben al voldoende alternatieven in de vorm van de uitgifte van obligaties, private placements (met name in de Verenigde Staten) en traditionele bankfinanciering. Voor small caps lijkt het publiek noteren van schuldpapier bij voorbaat te kostbaar, waardoor deze afhankelijk blijven van de bank.

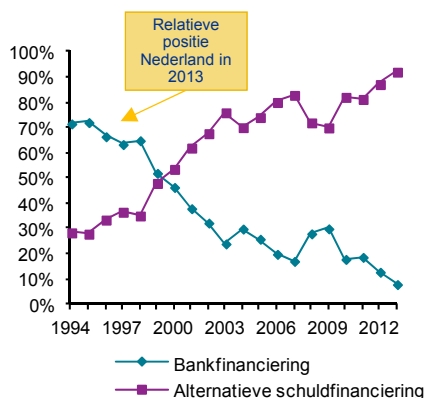
Naar verwachting is een platform voor schuldfinanciering door de beurs pas realiseerbaar op de (middel)lange termijn. De reden hiervoor is dat de markt voor (publieke) alternatieve financieringsbronnen voor vreemd vermogen in Europa nog sterk onderontwikkeld is.

In Nederland wordt circa 80% van het vreemd vermogen middels bankfinanciering verstrekt (zie figuur 14). Op hun beurt betrekken Nederlandse banken hun financiering voor een groot deel van de internationale kapitaalmarkt. De rol van intermediair die banken op deze manier spelen komt door nieuwe regelgeving steeds meer onder druk te staan. Met name de verstrekking van lange termijn financiering door banken zal hierdoor waarschijnlijk afnemen.

In de Verenigde Staten is er wel een bloeiende alternatieve markt voor schuldfinanciering, maar deze markt heeft een ontwikkelingsperiode van 20 jaar gehad. Meer dan 90% van de kredietverstrekking aan ondernemingen in de Verenigde Staten loopt tegenwoordig via liquide en gevarieerde alternatieve financieringsbronnen en -producten, terwijl in 1994 nog 70% van het vreemd vermogen door banken werd verstrekt.

“Doordat banken hun kredietverlening terugbrengen en hogere buffers moeten aanhouden, zullen ze minder vreemd vermogen verschaffen en moeten bedrijven zoeken naar alternatieve vormen van financiering” – Belangenvereniging

Figuur 14: Ontwikkeling van schuldenmarkt voor ondernemingen in de US



Bron: S&P LCD

Liquide financieringsproducten met transparante prijsvorming vereisen specifieke kennis op basis van gedegen kredietanalyse. Met name de ontwikkeling van specifieke kennis op het gebied van kredietbeoordeling en -regulering, standaardisatie van documentatie, de vereiste aanpassingen in het ecosysteem en het opbouwen van vertrouwen bij marktpartijen hebben in de Verenigde Staten veel tijd gekost.

Daarnaast kunnen in Nederland middelgrote en kleinere ondernemingen, indien een bank financiering wil verstrekken, deze financiering nu nog vaak tegen lagere kosten verkrijgen dan via de kapitaalmarkt.

Met het oog op de vereiste inspanningen zal de succesvolle ontwikkeling van een volwaardig alternatief voor bankfinanciering in Nederland en/of Europa alleen op de (middel)lange termijn mogelijk zijn. De verschillende (particuliere) initiatieven die recentelijk zijn geïntroduceerd op dit gebied duiden er echter wel op dat deze ontwikkeling in gang is gezet.

“Obligaties zijn momenteel meer een OTC instrument, maar er zijn wel voordelen aan on-exchange handel, zo wordt het counterparty risico weggenomen door central clearing” – Investeerder

06

Aandachtspunten

Belangrijke voorwaarden voor het toekomstige succes van de Amsterdamse beurs zijn het behoud van grote ondernemingen en het aantrekkelijker maken van de beurs voor met name middelgrote ondernemingen. Euronext Amsterdam zal de mogelijke bezwaren van geldnemers en geldgevers moeten wegnemen om zo de aantrekkelijkheid van het platform voor de onderneming en investeerders te vergroten en zou daarnaast initiatieven kunnen ontplooiën op het gebied van topsectoren, brokerage, de deelnemingsvrijstelling, buiten de beurs transacties en liquidity providing. Echter, het zal voor de beurs moeilijk zijn om zelfstandig haar positie in en bijdrage aan de Nederlandse economie te versterken, zullen ook andere belanghebbenden actie dienen te ondernemen om de rol van het bezit van publiek aandelenbezit te vergroten. Ondanks dat vrijwel alle respondenten een belang hebben bij een sterk lokaal handelsplatform is het de verwachting dat de beurs zelf het initiatief moet nemen om haar rol voor de economie te versterken.

6.1 Aantrekkelijkheid van de beurs voor ondernemingen

De aantrekkelijkheid van de beurs is afhankelijk van de omvang van de onderneming en de mate waarin deze internationaal georiënteerd is.

Voor grotere ondernemingen met een lokale focus lijkt de meest logische beursnotering op dit moment Amsterdam te zijn, hoewel de afhankelijkheid van een lokaal platform zou kunnen afnemen als andere grote lokale ondernemingen buiten Nederland gaan noteren of wanneer bestaande grote noteringen

hun hoofdnotering verplaatsen.

Grote ondernemingen met een internationale focus zijn steeds minder afhankelijk van een lokale notering. Zij zoeken de investeerders op door daar te noteren waar de liquiditeit het hoogst is.

Figuur 15: Overwegingen bij beursnotering afhankelijk van profiel en omvang onderneming

Omvang	Groot	Meest logische beursnotering lijkt Amsterdam (vb: mogelijke noteringen: ABN AMRO)	Steeds minder afhankelijk van lokale notering. Zoeken de investeerders op (vb: NXP)
	Klein	Notering in Amsterdam, mits lokale coverage en investeerders aanwezig (vb: Sligro)	Zoeken zichtbaarheid in voor hen relevante markten (vb: Prosensa)
		Lokaal	Profiel
			Globaal

Bestaande noteringen zullen naar verwachting voor de Amsterdamse beurs behouden blijven zolang de reputatie van de beurs en de financiële infrastructuur er omheen gewaarborgd is. Het vertrek van een van de grotere ondernemingen zal echter een substantiële impact hebben op zowel de primaire als secundaire markt in Amsterdam.

Kleine lokale ondernemingen zullen kiezen voor een notering in Amsterdam, mits lokale coverage en investeerders aanwezig zijn. De focus van deze laatste partijen ligt momenteel op de large caps. Verdere afname van liquiditeit zal de aantrekkingskracht van de Amsterdamse beurs voor small en mid cap ondernemingen doen verschromelen, want dit segment heeft zowel de liquiditeit nodig die gegenereerd wordt door de grote ondernemingen als de lokale investeerder die activiteit aantrekt van buitenlandse investeerders.

Kleine ondernemingen met een sterk globale focus zoeken zichtbaarheid in de voor hen relevante markten / bij voor hen relevante investeerdersgroepen. Indien deze markten zich buiten Nederland bevinden, zoeken zij mogelijk ook een beursnotering in het buitenland.

Daarnaast hangt de aantrekkelijkheid van een beurs samen met de kosten en vereisten voor een beursnotering. KPMG heeft een (beperkte) analyse van de kosten en noteringsvereisten van leidende beurzen uitgevoerd, waaruit bleek dat kosten van notering vergelijkbaar of lager zijn en de vereisten vergelijkbaar met die van andere beurzen (zie figuur 6).

6.2 Mogelijkheden om de beurs aantrekkelijker te maken

Aan de kant van de geldgever worden door marktpartijen verschillende aspecten genoemd die de beurs zou kunnen verbeteren om aantrekkelijker te worden. Ten eerste worden de hoge transactiekosten genoemd door market makers, institutionele beleggers en banken. Daarnaast zou een hogere liquiditeit bijdragen aan de aantrekkelijkheid van de beurs voor beleggers en een breder en diverser aanbod van ondernemingen.

Voor middelgrote ondernemingen zou het ontwikkelen van een specifieke sector of index kunnen bijdragen aan de liquiditeit en daarmee de aantrekkelijkheid van de beurs. Daarnaast is het heel belangrijk dat op de secundaire markt de corporate governance en de stabiliteit van het systeem bewaakt blijft.

Kleine ondernemingen noemen de relatief hoge kosten van een beursnotering het grootste struikelblok voor een beursnotering. Deze partijen hebben over het algemeen niet de expertise in huis om aan de regelgeving en administratieve verplichtingen van een notering te kunnen voldoen. Om een notering aantrekkelijker te maken voor dit segment zou de beurs hier een rol kunnen spelen.

Verder noemen kleine ondernemingen de beperkte liquiditeit en het feit dat er geen sector of index voor hen bestaat als een barrière voor een beursnotering.

6.3 Mogelijke initiatieven

Tijdens het onderzoek is KPMG samen met de geïnterviewde belanghebbenden een aantal initiatieven geïdentificeerd die de beursorganisatie zelf en andere belanghebbenden zou kunnen ondernemen om de beurs attractiever te maken. Deze worden besproken

aan de hand van de punten in figuur 17, waarin de partijen zijn opgenomen waarop de aanbevelingen betrekking hebben.

1. De beurs dient een actievere rol in te nemen om ondernemingen en (buitenlandse) beleggers met elkaar te laten communiceren

Euronext Amsterdam dient meer ruimte te verkrijgen om zich actiever in te zetten voor het promoten van de beurs.

Figuur 16: Vergelijking gemiddelde kosten IPO en SEO in percentage van bruto opbrengst

	Gemiddelde totale kosten IPO		SEO kosten
	Large cap	Small cap	Underwriting
Euronext	7,0%	Alternext 8,7%	3,6%
Deutsche Boerse	7,4%	Entry Standard 9,6%	3,0%
NYSE	7,7%	10,2%	3,8%
Nasdaq	8,0%	10,2%	5,1%
Hong Kong	8,3%	GEM 20,1%	2,3%
LSE	8,6%	AIM 14,7%	2,8%

Noot: Onderzochte periode 01/01/1999 – 03/31/2011. NYSE en NASDAQ kennen geen small cap beurs, derhalve is deze gesimuleerd.

Bron: Kaserer, "Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public - Updated", 2011.

Figuur 17: Mogelijke initiatieven voor Euronext Amsterdam



Bron: KPMG analyse, interview programma

Daarnaast dient Euronext Amsterdam, samen met andere stakeholders, actief contact met ondernemingen te zoeken om de mogelijkheden te promoten die zij ondernemingen kan bieden om risicokapitaal te verkrijgen voor de financiering van groei.

2. Het onderzoeken van mogelijkheden om het noteringsproces te vergemakkelijken

In andere Europese landen is er meer flexibiliteit ten aanzien van het te volgen proces voor het verkrijgen van een beursnotering. Een voorbeeld hiervan is het aanbieden van aandelen via een private placement aan (grotere) geïnteresseerde beleggers. Na plaatsing kan via de beurs in deze aandelen gehandeld worden. In een dergelijk proces kan naar verwachting een betere koppeling tussen de uitgevende instelling en de professionele belegger worden gemaakt.

3. Het vergroten van liquiditeit in individuele aandelen door het ontwikkelen van, bijvoorbeeld, sectorindices

Liquiditeit in een aandeel hangt samen met de zichtbaarheid die voor dit aandeel bij investeerders gecreëerd wordt. Een mogelijkheid om deze zichtbaarheid te vergroten is de ontwikkeling van sectoren op de beurs en bijbehorende indices. Hiermee zou aansluiting kunnen worden gevonden bij sector gericht beleggen dat nu vrij populair is bij grote fondsmanagers. Door samen met de overheid te focussen op de topsectoren tuinbouw, agri, water, life science, chemie, high tech, energie, logistiek en creatieve energie zou de beurs bepaalde

sectoren aan zich kunnen binden. Als binnen deze sectoren eenmaal voldoende massa ontstaat worden vanzelf meer ondernemingen en beleggers aangetrokken.

4. Het aantrekkelijker maken voor gespecialiseerde fondsen om in Nederlandse aandelen te beleggen

Met name de Nederlandse middelgrote ondernemingen zijn aangewezen op eigen middelen en de Nederlandse beurs voor het verkrijgen van risicokapitaal om groei te financieren. Het verdient aanbeveling om de attractiviteit van betrokken, lokaal beleggen voor de langere termijn via de beurs te vergroten om het aanbod van kapitaal voor (middelgrote) ondernemingen te vergroten. Een bijkomend voordeel hiervan is dat actieve beleggers bijdragen aan het verbeteren van de corporate governance en mogelijk ook de performance van ondernemingen door hun betrokken beleggingshouding.

Ook zal de attractiviteit van het beleggen in aandelen van middelgrote ondernemingen vergroot worden als beleggers beter geïnformeerd worden over hetgeen binnen een onderneming gebeurt. Het initiatief om op Europees niveau de disclosure vereisten te vergroten zal hieraan naar verwachting en bijdrage leveren.

5. Het terugwinnen van handelsvolumes van de Nederlandse retail belegger

Het segment van particuliere beleggers is in Nederland relatief groot. Het zijn met name de retail beleggers die (uit kostenoverwegingen) hun handel in

aandelen hebben verplaatst naar alternatieve platformen. De beurs kan analyseren of de transactiekosten aangepast zouden moeten worden om handelsvolume weer naar de beurs te halen.

Op dit moment worden retail beleggers met name via de banken bereikt. Het strekt tot aanbeveling om te onderzoeken hoe de beurs de reeds aangeboden directe toegang effectiever zou kunnen maken.

Euronext Amsterdam kan daarnaast door bijvoorbeeld educatie actiever bijdragen aan de belangrijke *cultuur verandering* die nodig is om particulieren bewust te maken van het feit dat zij in de toekomst meer eigen verantwoordelijkheid hebben om in hun pensioen te voorzien.

6. Genoteerde ondernemingen de mogelijkheid geven om via de beurs liquiditeit te laten creëren door market makers

Voor grotere bedrijven kent Euronext Amsterdam reeds het SOP systeem, voor kleinere bedrijven kan corporate broking echter financieel niet uit voor de banken. NASDAQ heeft een soortgelijk initiatief: Market Quality Program.

7. Onderzoek uitvoeren naar mogelijkheden om de beurs attractiever te maken voor block trades

Institutionele beleggers hebben een voorkeur om block trades (“grotere transacties”) buiten de beurs om uit te voeren om te voorkomen dat door hun eigen handelsactiviteit de koersen worden beïnvloed. Onderzocht dient te worden of er mogelijkheden bestaan om deze “market impact” te verminderen en toch deze transactievolumes on exchange te laten plaats en hiermee een betere prijsvorming op de beurs mogelijk te maken.

6.4 Belanghebbenden

Bij het verminderen van de positie van de beurs hebben verschillende externe factoren een rol gespeeld, waarop de beurs zelf geen invloed heeft. Sommige van deze factoren kunnen echter wel beïnvloed worden door enkelen van de belanghebbenden die actief zijn rondom de beurs.

De overheid en toezichthouders, zowel op Nederlands als op Europees niveau, kunnen hun invloed op de toekomst van de attractiviteit van de

publieke kapitaalmarkt laten gelden. Dit is op haar beurt weer van invloed op de Amsterdamse beurs.

KPMG raadt belanghebbenden derhalve aan om een actieve rol aan te nemen in discussies rondom:

1. Hervormingen in regelgeving voor institutionele investeerders;
2. Het aanmoedigen van actief aandeelhouderschap;
3. Een raamwerk voor ondersteunend beleid: lange termijn beleid, financieringsfaciliteiten, risico overdracht mechanismen en de educatie van beleggers.

De invloed van de overheid en toezichthouders beperkt zich niet tot deze punten.

Bij het attractiever maken van de markt voor betrokken, lokaal beleggen voor de langere termijn kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het aanpassen van de deelnemingsvrijstelling naar 3%, welke daarmee in lijn komt met de omvang waarbij beleggers hun belangen in ondernemingen openbaar dienen te melden. Door deze aanpassing zullen meer fondsen mogelijk geïnteresseerd raken in het beleggen in Nederlandse aandelen

Ook strekt het tot aanbeveling om te onderzoeken wat het maatschappelijke effect is van gespreid internationaal versus meer lokaal beleggen en de consequenties voor risico en rendement voor de institutionele belegger.

Ook strekt het tot aanbeveling om te onderzoeken of de aansprakelijkheid die bij begeleidende banken en adviseurs bij noteringen wordt gelegd een belemmering voor noteringen opwerpt.

Uit de interviews blijkt dat het belang van de Amsterdamse beurs door vrijwel alle betrokkenen wordt onderschreven en er in toenemende mate een gevoel van urgentie is om met name de lokale relevantie van de Amsterdamse beurs te vergroten. De meeste belanghebbenden hebben niet de intentie om zelf het initiatief te nemen, maar zijn wel bereid steun te geven aan initiatieven in het belang van een sterk lokaal beursplatform.

Euronext Amsterdam zal het voortouw moeten nemen bij het formuleren van een heldere en eenduidige visie en strategie, die breed gedragen wordt door alle belanghebbenden en actief ondersteund wordt door de politiek en toezichthouders.



07

Implicaties voor de Amsterdamse beurs

Als onderdeel van NYSE Euronext heeft de focus van de beurs voornamelijk op het bedienen van de handel in aandelen van grotere ondernemingen gelegen. De voorgenomen overname van NYSE Euronext door ICE lijkt een moment om vast te stellen of dit aansluit bij de mogelijke rol van de beurs voor de Nederlandse economie. De argumenten voor de Amsterdamse beurs die bij de fusie van tot NYSE Euronext van toepassing waren hebben in de huidige context deels aan relevantie ingeboet. Het merendeel van de belanghebbenden verwacht dat de Amsterdamse beurs beter tot haar recht komt als onderdeel van een groter geheel, mits er voldoende vrijheid is voor het maken van een eigen beleid.

7.1 Organisatiestructuur

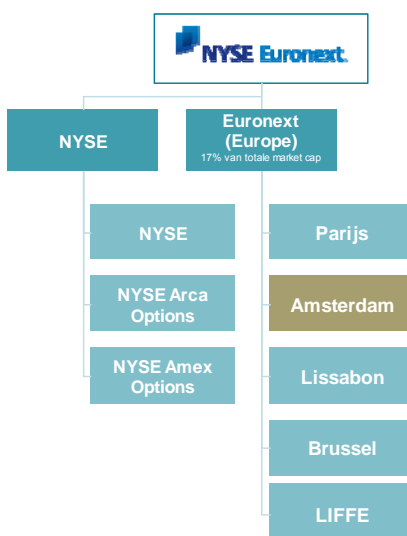
NYSE Euronext Europe is in termen van de totaal genoteerde marktkapitalisatie ongeveer 17% van de totale NYSE Euronext groep en binnen NYSE Euronext Europe is Euronext Amsterdam ongeveer 23% van de totaal genoteerde marktkapitalisatie. Derhalve zijn de aan Euronext Amsterdam genoteerde fondsen goed voor 4% van de totale marktkapitalisatie van aan de NYSE Euronext groep genoteerde bedrijven. Er lijkt vanuit de NYSE Euronext groep dan ook slechts in beperkte mate aandacht te zijn voor de lokale Nederlandse belangen. Als beursbedrijf met een sterke internationale focus ligt de nadruk bij

NYSE Euronext primair op de handel in aandelen van de grote beursfondsen en minder in de ontwikkeling van de markt voor middelgrote ondernemingen.

Daarnaast is de strategie van NYSE Euronext met name gericht op (derivaten) clearing zoals in Europa aangeboden via LIFFE en de ontwikkeling van nieuwe (derivaten) producten ook via LIFFE. De investeringen in de deze twee punten dragen niet direct bij aan het functioneren van Euronext Amsterdam.

Binnen de organisatiestructuur heeft Euronext Amsterdam een beperkte bewegingsvrijheid om actief op de behoeften van de lokale markt in te spelen.

Figuur 18: Huidige structuur NYSE Euronext



Bron: Euronext.

“De beleidsruimte voor lokale beurzen is veel beperkter dan vroeger – de Amsterdamse beurs zit in een strak keurslijf” – Belangenvereniging

In december 2012 heeft de Intercontinental Exchange (ICE) een bod uitgebracht op NYSE Euronext. Deze partij is met name geïnteresseerd in de Londense derivatenhandel (LIFFE) van NYSE Euronext en heeft aangekondigd de mogelijkheden van een IPO van de aandelen- en derivatenmarkten van Euronext in continentaal Europa (Amsterdam, Parijs, Brussel, Lissabon) te willen onderzoeken. De Europese Commissie en lokale toezichthouder moeten nog beslissen of goedkeuring wordt gegeven aan de overname.

In het licht van deze ontwikkelingen zal een visie op de toekomstige eigendoms- en governance structuur van de Amsterdamse beurs ontwikkeld moeten worden.

Interview feedback suggereert een aantal mogelijkheden en voorwaarden:

1. Er zijn partijen die een zelfstandige Amsterdamse beurs volledig ‘out-dated’ vinden;
2. Andere partijen zeggen dat het ecosysteem alleen werkt als je alles dicht bij elkaar houdt;
3. Weer andere belanghebbenden vinden het belangrijk dat de Amsterdamse beurs juist meer bewegingsruimte krijgt voor bijvoorbeeld marketing en strategische doeleinden.

7.2 Voordelen van consolidatie

De voordelen van het gezamenlijk inkopen van IT waren tijdens de fusie met Euronext groot, maar inmiddels zijn de kosten van het onderhouden van een beursplatform voor de handel in aandelen duidelijk lager geworden door ‘commoditisation’ van de relevante IT applicaties. Dit heeft ook

tot de komst van nieuwe partijen geleid (BATS/Chi-X, etc.).

Een ander voordeel van consolidatie lijkt het ontwikkelen van een gezamenlijke internationale index. In de praktijk blijkt het echter lastig te zijn om binnen NYSE Euronext een gemeenschappelijke index te realiseren.

Tot slot lijkt een geconsolideerde beurs samen met NYSE niet meer nodig te zijn om een band te houden met investeerders uit de Verenigde Staten. Volgens een aantal respondenten is het door de toename in connectiviteit ook voor stand alone beursorganisaties mogelijk om de band met investeerders te behouden.

Bepaalde synergievoordelen en het gemak voor clearing members dat gerealiseerd wordt door een onderdeel te zijn van een internationale beursorganisatie zijn in de huidige context nog wel relevant. Het merendeel van de belanghebbenden geeft dan ook aan een situatie te prefereren waarin de Amsterdamse beurs wel onderdeel uitmaakt van een groter geheel, maar voldoende vrijheid heeft voor het maken van haar eigen beleid. De meest belangrijke aandachtspunten die hierbij werden genoemd zijn een focus op lokale markten en ruimte voor innovatie en maatwerk.

7.3 Mandaat

Het merendeel van de geïnterviewden geeft aan een situatie te prefereren waarin de Amsterdamse beurs onderdeel uitmaakt van een groter geheel, maar waarbij het verkrijgen van een duidelijk mandaat door de leiding van de Amsterdamse beurs cruciaal is.

Het verkrijgen van een duidelijk mandaat zou de beurs de mogelijkheid moeten geven om ondernemender te kunnen opereren en onder andere over onderstaande activiteiten mee te kunnen beslissen:

- Actiever inzetten om zichtbaarheid van marktpartijen naar elkaar te vergroten (liquiditeit versterken)
- Marktstructuur inrichten/behouden die aansluit op de behoeften van de genoteerde ondernemingen en de Nederlandse economie
- Zich in te zetten om meer op mid cap gerichte investeerders voor Nederlandse mid cap ondernemingen te interesseren;
- Markt en product ontwikkeling en prijsbeleid binnen eigen niche markt te bepalen;
- Deel van te gerealiseerde winsten weer in product/marktontwikkeling herinvesteren;
- Samenwerking met lokale marktparticipanten versterken: banken, genoteerde bedrijven, handelspartijen, overheid

**“Er zijn voorbeelden genoeg van beurzen die onderdeel uitmaken van een grotere groep maar die decentraal beleid kunnen voeren” –
Market maker**

Bijlage 1: lijst van gebruikte afkortingen

AEX	Amsterdam Exchange Index
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AIM	Alternative Investment Market
AMX	Amsterdam Midkapindex
AScX	Amsterdam Small Cap Index
CCP	Central Counter Party
CRA	Credit Rating Agency
CSD	Central Securities Depository
DB	Deutsche Börse
DNB	De Nederlandsche Bank
ECB	Europese Centrale Bank
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange-traded fund
FTE	Fulltime-equivalent
FTT	Financial Transaction Tax
ICE	Intercontinental Exchange
IPO	Initial Public Offering
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
LSE	London Stock Exchange
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Mln	Miljoen
Mrd	Miljard
MTF	Multilateral Trading Facility
NOMAD	Nominated Adviser
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over The Counter
SCA	Stichting Capital Amsterdam
SEO	Secondary Equity Offerings
TOM	The Order Machine

Bijlage 2: lijst van geïnterviewde organisaties

Categorie	Organisatie
Overheid / Toezicht	AFM
	Agentschap Ministerie van Financiën
	DNB
	Economische zaken
	Ministerie van Financiën
	Amsterdam in business
Banken	ABN Amro
	Kasbank
	Kempen & Co
	RBS
	SNS Securities
	SNS
Adviseurs	ABN AMRO
	Allen & Overy
	Clifford Chance
	ING
	Nauta Dutilh
	Stibbe
KPMG experts	Diverse specialisten
Belangenverenigingen	APT / VV&A
	Dufas
	Eumedion
	NVB
	NVP
	VNO NCW / MKB Nederland
	VEUO
	VV&A

Categorie	Organisatie
Market makers	Flow Traders
	IMC
	Optiver
Investeerders	Intrinsic value investors
	BNP Paribas
	Delta Lloyd
	Robeco
Ondernemingen	Teslin
	Corio
	Cryo-Save
	Delta Lloyd
	DSM
	Kardan
	Randstad
Infrastructuur	Vastned retail
	Dacsi
	NPEX
Universiteiten	NYSE Euronext Amsterdam
	Nyenrode
	UvA
	VU
	Duisenberg school of finance

Noot: Vanuit KPMG heeft een aantal experts meegewerkt aan dit onderzoek. De experts die hebben meegewerkt zijn specialisten op het gebied van financieringsvraagstukken (debt advisory), kapitaalmarkttransacties, belastingen (KPMG Meijburg) en pensioenen.

Contactgegevens

De contactpersonen van KPMG met betrekking tot dit rapport zijn:

Age Lindenberg

Partner, Amsterdam, KPMG Advisory NV

Global Head, Exchanges & Financial Market Infrastructure

Tel: +31 20 656 7965

Lindenberg.age@kpmg.nl

Bud van der Schrier

Associate Director, Amsterdam, KPMG Advisory NV

Tel: +31 20 656 4671

Van.der.Schrier.bud@kpmg.nl

Anco Vos

Manager, Amsterdam, KPMG Advisory NV

Tel: + 31 20 656 7635

Vos.anco@kpmg.nl



De werkzaamheden zijn uitgevoerd en dit rapport is uitgebracht op basis van overeengekomen opdrachtvoorwaarden. Het rapport is niet opgesteld voor, en dient niet te worden beschouwd als zijnde geschikt voor enig ander doel dan uiteengezet in het rapport en/of in de opdrachtvoorwaarden. Dit onderzoek is uitgevoerd in opdracht van Stichting Capital Amsterdam. KPMG aanvaardt geen aansprakelijkheid tegenover enige andere partij dan de Stichting Capital Amsterdam voor haar werkzaamheden en het rapport.

De in dit document vervatte informatie is van algemene aard en is niet toegespitst op de specifieke omstandigheden van een bepaalde persoon of entiteit. Wij streven ernaar juiste en tijdige informatie te verstrekken. Wij kunnen echter geen garantie geven dat dergelijke informatie op de datum waarop zij wordt ontvangen nog juist is of in de toekomst blijft. Daarom adviseren wij u op grond van deze informatie geen beslissingen te nemen behoudens op grond van advies van deskundigen na een grondig onderzoek van de desbetreffende situatie.

© 2013 KPMG Advisory N.V., ingeschreven bij het handelsregister in Nederland onder nummer 33263682, is een dochtermaatschappij van KPMG Europe LLP en lid van het KPMG-netwerk van zelfstandige ondernemingen die verbonden zijn aan KPMG International Cooperative ('KPMG International'), een Zwitserse entiteit. Alle rechten voorbehouden. Gedrukt in Nederland.

De naam KPMG, het logo en 'cutting through complexity' zijn geregistreerde merken van KPMG International.