

# MERCURIUS GAAT IN OPTIES

DE EUROPEAN OPTIONS EXCHANGE, 1975 - 1987.



Masterscriptie GVB

Student: Rob Timans, 196323

Scriptiebegeleider: Prof. dr. J. Heilbron

Tweede beoordelaar: Prof. dr. R. van der Veen

Erasmus Universiteit Rotterdam  
Faculteit der Sociale Wetenschappen  
Juli 2009

# Inhoudsopgave

---

<i>Voorwoord en Dankbetuiging</i>	iii
<i>Lijst van gebruikte afkortingen</i>	iv
Hoofdstuk 1: Inleiding en Onderzoeksvragen	
1. Introductie	1
2. Derivaten	2
3. Theorie en Probleemstelling	5
3.1 Leidende vragen en economische verklaringen	5
3.2 De sociologie van markten	8
3.3 Probleemstellingen	12
4. Conclusie en Vooruitblik	14
Hoofdstuk 2: Een Europese Beurs in een Nederlandse Omgeving	
1. Inleiding	18
2. Het begin	21
2.1 Een aandelenoptiebeurs	21
2.2 Casino's en banken	27
3. Het Chicago-model in Europa	32
3.1 Twee vloeren, één beurs	32
3.2 Een CBOE-Europe?	37
3.3 Europa	41
3.3.1 Verenigd Koninkrijk	42
3.3.2 Frankrijk en België	44
3.3.3 Duitsland	45
4. Toezicht	47
4.1 Een nieuw regime	47
4.2 Toezicht vanuit de VS	52
5. Pers, publiek en perceptie	55
6. Sequeelen en effecten	57
7. Samenvatting en conclusie	59
Hoofdstuk 3: Optiemarkten en Marktopties	
1. Inleiding	65

2. Beurzen als sociale technologie	66
3. Optiemarkten	71
3.1 Inleiding	71
3.2 Een handelssysteem uit de <i>Mid West</i>	74
3.3 Marktopties	77
4. Clearing en Settlement	83
4.1 Een nieuw fenomeen	83
4.2 Londen, Chicago, clearing en de essentie van opties	89
5. Marktrisico, modellen en <i>performativity</i>	90
6. Conclusie	95
Hoofdstuk 4: Opties en Veldeffecten	
1. Inleiding	97
2. De <i>Young fighting entity</i> en de <i>Long existing community</i>	97
2.1 “Vooral niet te hard lopen”	97
2.2 Ouders en dochter	100
3. Innovatie	104
3.1 Het land in	104
3.2 Goudopties	107
3.3 Obligatie-opties	110
3.4 Valuta-opties	111
3.5 Indexopties	113
3.6 Nieuwe optieklassen: conclusie	117
4. Aandelenbeurs en optiebeurs	118
5. Conclusie	124
Hoofdstuk 5: Conclusie	
1. Samenvatting en conclusie	126
2. Verder onderzoek	131
Lijst van geraadpleegde literatuur	133

## Voorwoord en Dankbetuiging

---

De Romeinse God van de handel en markt –Mercurius– keek al vele jaren uit over de handelaren op de vloer van de Amsterdamse effectenbeurs, toen hij in zijn goddelijke wijsheid besloot, dat het tijd werd om zijn beschermingsgebied uit te breiden. Deze uitbreiding vond hij in een instrument, dat tot dan toe in Nederland nog niet op één van zijn beursvloeren werd verhandeld: opties. Aangezien de motieven van de vaak wispelturige Goden moeilijk te achterhalen zijn, heb ik geprobeerd om de komst en ontwikkeling van de optiebeurs in Amsterdam sociologisch te verklaren. Het resultaat is deze scriptie. Veel mensen hebben direct of indirect bijgedragen aan deze scriptie, en ik wil ze op deze plaats graag bedanken. Allereerst die geweldige groep mensen die altijd klaarstonden met hun hulp en vriendschap: Aimee, Anniek, Iris, Marcel, Maud, Michelle, Nick en Ralph. Verder natuurlijk mijn vader, Ben Timans, en mijn broer Tom, voor alle steun en het zonder klagen overnemen van mijn werk als ik weer eens te druk bezig was met mijn studie. Voorts mijn vriendin Inge, voor haar grote steun het afgelopen jaar en daarvoor. Een speciaal woord van dank ook aan mijn goede vriend Guido Athmer, die niet alleen de prachtige voorkant heeft gemaakt, maar ook met zijn magische computervaardigheden verloren gewaande bestanden weer boven water wist te krijgen. En natuurlijk voor zijn jarenlange vriendschap. Peter Lurvink wil ik van harte danken voor het zorgvuldig doorlezen en corrigeren van fouten.

Verder wil ik Joke Sollie van De Nederlandsche Bank en Ingrid Elferink van de ING bedanken voor hun hulp bij het archiefonderzoek bij de instellingen waar ze werkzaam zijn. Een speciaal woord van dank wil ik richten aan Cherelt Kroeze van de Stichting VvdE en Jeroen Huber van NYSE-Euronext voor hun hulp, steun en waardevolle adviezen bij het onderzoek. Mijn frequente bezoeken aan het Beursplein 5 in Amsterdam waren dankzij hen altijd een zeer plezierige ervaring.

Ik bedank ook de mensen die ik heb mogen interviewen van harte voor hun tijd en waardevolle inzichten, waar ik veel van geleerd heb. Hun namen staan achterin vermeld. De interpretatie van hun uitspraken komen geheel voor mijn rekening, en zij kunnen op geen enkele wijze verantwoordelijk worden gesteld voor de inhoud van deze scriptie.

Tot slot wil ik mijn begeleider, prof. dr. Johan Heilbron bedanken voor zijn waardevolle adviezen, de zeer prettige begeleiding en steun bij het uitvoeren van dit onderzoek en zijn geduld met mijn flexibele interpretatie van deadlines.

## Lijst van afkortingen

ABN	Algemene Bank Nederland
AEB	Amsterdamse Effectenbeurs
AMEX	<i>American Stock Exchange</i>
AMRO	Amsterdam Rotterdam Bank
ASE	<i>Amsterdam Stock Exchange</i>
BB	<i>Board Broker</i>
BGW	Binnenlands GeldWezen (afdeling van MvF)
BRD	<i>Bundes Republik Deutschland</i>
CBOE	<i>Chicago Board Options Exchange</i>
CBOT	<i>Chicago Board Of Trade</i>
CBS	Centraal Bureau voor de Statistiek
CF	Centrum voor Fondsenadministratie
CM	<i>Clearing Member</i>
CMERC	<i>Chicago Mercantile Exchange</i>
CTFC	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>
CTO	Commissie van Toezicht op de Optiehandel
DNB	De Nederlandsche Bank
EAOT	<i>European Association of Option Trading</i>
EEG	Europese Economische Gemeenschap
EGCC	<i>European Gold Options Clearing Company</i>
EGE	<i>European Gold Options Exchange</i>
EOC	<i>European Options Certificates BV</i>
EOCC	<i>European Options Clearing Corporation</i>
EOE	<i>European Options Exchange</i>
ESCC	<i>European Stock Options Clearing Company</i>
FB	<i>Floor Broker</i>
FIBV	<i>Fédération Internationale des Bourses de Valeurs</i>
LIFFE	<i>London International Financial Futures Exchange</i>
IMF	Internationaal Monetair Fonds
IMM	<i>International Monetary Market</i>
LIFFE	<i>London International Financial Futures and options Exchange</i>
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
LTOM	<i>London Traded Options Market</i>
LTOUA	<i>London Traded Options User Association</i>
MM	<i>Market Maker</i>

MMA	<i>Market Makers Association</i>
MMI	<i>Major Market Index</i>
MSE	<i>Montreal Stock Exchange</i>
MvF	Ministerie van Financiën
NECIGEF	Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer
NIBE	Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf
NMB	Nederlandsche MiddenstandsBank
NVB	Nederlandse Vereniging van Banken
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OCC	<i>Option Clearing Corporation</i>
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
PHLX	<i>Philadelphia Stock Exchange</i>
PSE	<i>Pacific Stock Exchange (San Francisco)</i>
SDR	<i>Special Drawing Right</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission (VS)</i>
S.E.C.	<i>Stock Exchange Commission (VK)</i>
STE	Stichting Toezicht Effectenwezen
TG	Thesaurier-Generaal van het MvF
UK	<i>United Kingdom</i>
VK	Verenigd Koninkrijk
VS	Verenigde Staten
VvdE	Vereniging voor de Effectenhandel
Wge	Wet Giraal Effectenverkeer

### **Notaties en conventies**

- Wanneer gesproken wordt over decennia of jaartallen zonder eeuwsaanduiding wordt in deze scriptie de twintigste eeuw bedoeld. ‘De jaren zestig’ refereert dus aan de periode van 1960 tot aan 1970.
- Van buitenlandse steden (bijvoorbeeld ‘London’) wordt zoveel mogelijk de Nederlandse benaming gekozen (‘Londen’).
- Wanneer in de tekst over ‘Duitsland’ gesproken wordt, gaat het (tenzij anders vermeld) over West-Duitsland (de BRD).
- Een manier om opties in te delen is om een onderscheid te maken tussen Europese- en Amerikaanse opties. Dit kan in de onderhavige scriptie voor enige verwarring zorgen, omdat het in de tekst op sommige momenten gaat over opties die verhandeld worden in Europa, opties die in Amerika verhandeld worden, of (om de verwarring compleet te maken) opties die

in Europa verhandeld worden met Amerikaanse aandelen als onderliggende waarde. Het eerstgenoemde onderscheid heeft echter met de handelslocatie niets te maken, maar gaat over opties die vóór de afloopdatum uitgeoefend kunnen worden (Amerikaanse opties), en opties die alleen op de afloopdatum uitgeoefend kunnen worden (Europese opties). Wanneer dit onderscheid bedoeld wordt, zal ik de term zonder aanhalingstekens hanteren; wanneer echter de locatie of onderliggende waarde bedoeld wordt, zal ik het begrip tussen aanhalingstekens noteren. Een ‘Amerikaanse optie’ wordt dus op een beurs in de Verenigde Staten verhandeld, of heeft Amerikaanse aandelen als onderliggende waarde.

- De optiehandel wordt gekenmerkt door een groot aantal Engelstalige termen zoals calls, puts, spreads, Public Order Members, Market Makers enzovoort, enzovoort. Vaak is er voor die begrippen geen goede vertaling voor handen, en worden deze termen ook zo door de betrokkenen gehanteerd. Om een onrustig tekstbeeld te voorkomen heb ik vaak terugkomende begrippen alleen bij het eerste gebruik (of bij de eerste definiëring) cursief weergegeven. Ook ontstaan er vaak niet al te fraaie woorden zoals ‘gecleared’; in deze volg ik maar zoveel mogelijk de actoren zelf, en de benamingen die zij in geschreven en gesproken teksten hanteren.

## Inleiding en Onderzoeksvragen

---

### 1. Introductie

In een advertentie van de Eurex in het blad *Beleggersbelangen* van 14 september 2007 worden particuliere beleggers (de voornaamste doelgroep van het blad) door de Duits-Zwitserse beurs Eurex uitgenodigd om te beleggen in opties. “Gun uzelf de spanning van meer opties” luidt de wervende tekst op de achterkant van het weekblad (Eurex 2007). Het is duidelijk dat de particuliere belegger niet meer geïnformeerd hoeft te worden over onderwerpen zoals “wat zijn opties?” of: “wat kun je ermee?” Integendeel, de mogelijkheden om in opties te beleggen moeten worden uitgebreid. Ook wanneer je het blad zelf doorbladert blijkt dat opties, hoewel misschien niet voor iedereen weggelegd, toch in ieder geval als een bekend onderdeel van het arsenaal aan financiële instrumenten worden gezien. In de rubriek ‘derivaten’ worden redelijk uitgebreide optiestrategieën besproken die een belegger kan gebruiken om het rendement op zijn of haar portefeuille te verhogen. Dit is uiteraard niet altijd zo geweest. De enorme groei die optiemarkten in een relatief korte tijd hebben doorgemaakt, en de belangrijke positie die deze en andere derivaten tegenwoordig innemen in de portefeuilles van particuliere- en professionele beleggers, maken het des te opmerkelijker dat het slechts 35 jaar geleden is dat opties voor het eerst op een openbare markt verhandeld werden.<sup>1</sup> Misschien nog opmerkelijker is, dat de eerste optiebeurs in Europa gevestigd werd in Amsterdam. Op 4 april 1978 werden namelijk voor het eerst in Europa opties – financiële instrumenten die de houder het recht geven om een waardepapier (de onderliggende waarde) gedurende een bepaalde periode voor een vaststaand bedrag te kopen of verkopen – verhandeld in de Beurs van Berlage.

Deze scriptie behandelt de fascinerende geschiedenis van de beginjaren van deze eerste Europese optiebeurs: de *European Options Exchange* (EOE) te Amsterdam. Aan de hand van een aantal probleemstellingen zal geprobeerd worden om een verklaring te vinden voor de opkomst en groei van deze in veel opzichten unieke beurs. Daartoe zal allereerst in paragraaf 2 een kort overzicht gegeven worden van de financiële instrumenten die derivaten genoemd worden (en waartoe opties ook behoren). Het gaat er hier vooral om, om aan te geven hoe belangrijk deze instrumenten zijn geworden, en tevens hoe controversieel ze zijn. In paragraaf 3 komt de formulering van de probleemstellingen aan bod, samen met een overzicht van de relevante literatuur. De vierde paragraaf tenslotte geeft een overzicht van de hoofdstukken die volgen.

---

<sup>1</sup> De eerste georganiseerde markt in opties ging in 1973 in Chicago (VS) van start. In 1978 waren er ook reeds beurzen actief in Philadelphia, San Francisco en New York in de VS, Toronto en Montréal in Canada, en Sydney in Australië.



## 2. Derivaten

Opties zijn financiële instrumenten die onderdeel zijn van een overkoepelende klasse van producten die samen bekend staan als ‘derivaten’ of ‘afgeleide producten’. Een bruikbare definitie van deze instrumenten is deze: het zijn contracten waarvan de waarde afhankelijk is van de waarde van een ander financieel activum, een bepaalde prijs (rentevoet of valutakoers) of een index. Deze laatstgenoemde waarden, waar een derivaat zijn eigen waarde aan ontleent, worden aangeduid met de term onderliggende waarde. Hoewel de waarde van een derivaat van een aantal variabelen afhankelijk is, is de prijs van de onderliggende waarde de belangrijkste. Er wordt inmiddels gehandeld in een groot aantal, veelal zeer complexe derivaten. De bekendste voorbeelden (waarop de meer ingewikkelde varianten ook meestal gebaseerd zijn), zijn (financiële) termijncontracten, *futures*, *swaps* en, uiteraard, opties. In een termijncontract en een *future* leggen een koper en een verkoper een prijs vast voor de levering van een onderliggende waarde in de toekomst. Beide partijen verplichten zich daarbij om respectievelijk te kopen en te verkopen. Bij een *swap* leggen de partijen zich vast om op vastgestelde tijdstippen kasstromen uit te wisselen. Opties tenslotte geven een koper het recht (maar niet de verplichting) om gedurende een afgesproken tijd de onderliggende waarde te kopen of te verkopen. In het eerste geval wordt gesproken over een *call*-optie, in het tweede geval gaat het om een *put*-optie. De koper betaalt voor dit recht een prijs, die analoog aan verzekeringen een premie genoemd wordt. Deze premie wordt ontvangen door de partij die de optie verschaft, en die in de optieterminologie de schrijver van de optie genoemd wordt.

Ondanks de overeenkomsten met een verzekeringscontract zijn derivaten nog altijd controversieel te noemen. Dit komt vooral door de eigenschap van derivaten dat met de inleg van een relatief geringe hoeveelheid geld grote rendementen behaald kunnen worden. Een aandelenoptie bijvoorbeeld heeft betrekking op 100 aandelen als onderliggende waarde. Aangezien een call-optie maar een fractie kost van het bedrag dat een belegger kwijt zou zijn aan het kopen van 100 aandelen op de beurs, maar zij door middel van de optie wel profiteert van de koersbewegelijkheid (ook wel volatiliteit genoemd) van het aandeel, kunnen relatief grote winsten (of verliezen) behaald worden. Hierbij wordt gesproken van de hefboomwerking van een optie. Ondermeer vanwege deze eigenschappen is de term ‘windhandel’ van oudsher verbonden met de handel in derivaten, en worden deze instrumenten in de pers en populaire literatuur vaak niet in een gunstig licht gepresenteerd. Integendeel, dikwijls wordt de derivatenhandel in verband gebracht met een crisis op een financiële markt of een faillissement van een grote onderneming, en ze wordt meer dan eens verantwoordelijk gehouden voor het bedreigen van de soliditeit van banken, beleggingsmaatschappijen, *hedge funds* of zelfs het gehele financiële systeem. Het meest spraakmakende voorbeeld van de neergang van een hedge fund is waarschijnlijk de pas op het laatste moment afgewende ondergang van Long Term Capital Management (LTCM) in 1998 (hoewel de rol van derivaten hierin nog omstreden is; zie bijvoorbeeld Lowenstein, 2000; MacKenzie 2006). Voorbeelden van ondernemingen die in moeilijkheden kwamen als gevolg van hun posities zijn Metallgesellschaft (verloor US \$ 1,8 miljard met activiteiten op de markt voor futures) en

natuurlijk Barings Bank (een Britse bank die in 1995 ten onder ging door de speculaties van één enkele handelaar – Nick Leeson – op de futuresbeurs van Singapore). Pensioenfondsen van ambtenaren en leraren in de Verenigde Staten hebben miljoenen verloren met derivaten; het fonds van de Californische deelstaat Orange County duikt in heel wat cases op als een voorbeeld van wat er fout kan gaan wanneer al te lichtzinnig belegd wordt in deze produkten. Veel van de ellende die de kredietmarkten op dit moment teistert wordt in verband gebracht met complexe derivaten. Ook de titels van verschillende insider boeken over de praktijk van de derivatenhandel laten weinig goeds vermoeden: kijk bijvoorbeeld maar eens naar *The Wild beast of Finance* (Steinherr 2000), of *A Demon of our own Design* (Bookstaber 2007) en *F.I.A.S.C.O.* (Partnoy 1997). In het laatste boek blijven de beelden beklijven van argeloze cliënten die beleggen in ingewikkelde financiële produkten die ze eigenlijk niet begrijpen, om vervolgens de louterende ervaring van een *face rip-off*, of, erger nog, een *blow up* te ondergaan. Het duidelijkst was wellicht nog de bekende belegger Warren Buffett, die zijn hartgrondige afkeer voor derivaten tot uitdrukking bracht door ze *financial weapons of mass-destruction* te noemen. De discussie rondom de beloningen voor het topmanagement van beursgenoteerde ondernemingen heeft ook al niet bijgedragen aan een positief imago voor opties: de manier waarop managers overvloedig call-opties toebedeeld kregen als onderdeel van hun salaris heeft velen tot nadenken gestemd. Toen ook nog bleek dat in onwaarschijnlijk veel gevallen deze opties de meest gunstige uitoefenprijs kenden (namelijk de laagste koers van het betreffende aandeel in een aantal jaren) was weer een nieuw schandaal rond derivaten geboren: het zogenaamde *back-daten* van optiecontracten.

Daarbij bestaan opties al heel lang. In de literatuur worden verschillende perioden aangegeven als het tijdstip waarop voor het eerst in de geschiedenis derivaten opduiken, maar meestal wordt de Klassieke Oudheid (of een nog vroegere periode) genoemd. Het meest spreekt mij nog het verhaal van de stamvader van de Griekse filosofie Thales aan. Enigszins moe geworden van de hoon van zijn mede-inwoners van Milete (aan de Ionische kust in het huidige Turkije, niet ver van Kusadasi) besloot hij te aan te tonen dat ook ‘wereldvreemde’ filosofen verstand hadden van aardse zaken. Hij voorspelde een gunstige olijvenoogst, en nam daarom een optie op alle olijfpersen die er in de stad te vinden waren door ze die winter tegen een kleine aanbetalng vooruit te huren voor de komende zomer. De voorspelling kwam uit, en Thales kon de persen voor aanzienlijk hogere bedragen verhuren aan iedereen die ze wilde hebben.<sup>2</sup>

De eerste moderne gestandaardiseerde derivatencontracten hebben ook een agrarische oorsprong, en vinden we voor het eerst in het mid-westen van de Verenigde Staten. Chicago was aan het einde van de negentiende eeuw het centrum van de graanhandel, en op de *Chicago Board of Trade* (CBOT) werden de eerste termijncontracten op graan verhandeld. Hierbij kunnen bijvoorbeeld een graanproducent en –consument een toekomstige prijs voor graan vastleggen, zich daarmee indekkend

---

<sup>2</sup> Het verhaal van Thales komt uit Guthrie (1962: 51-52), en werd later gebruikt ter introductie van opties tijdens voorlichtingsbijeenkomsten van de EOE.

tegen tussentijdse prijsfluctuaties. Deze contracten werden later gestandaardiseerd voor bijvoorbeeld de hoeveelheid en kwaliteit van het graan, zodat ze gemakkelijker verhandelbaar waren en tijdrovende inspecties van het produkt (de ‘onderliggende waarde’ in dit geval) niet nodig waren. In Chicago vinden we nog een tweede beurs, de *Chicago Mercantile Exchange* (CMERC of de ‘Merc’). Ook hier vindt aanvankelijk alleen handel in contracten op agrarische produkten plaats, maar de Merc groeit onder het leiderschap van Leo Melamed uit tot een belangrijke plaats voor de handel in *financiële* termijncontracten (MacKenzie 2006; Melamed en Tamarkin 1996). Melamed begon als voorzitter van de Merc omstreeks 1968 na te denken over futures op financiële waarden. Aanvankelijk ging het daarbij om vreemde valuta, terwijl later ook de mogelijkheid van aandelenindices overwogen werd. Voor het zover was moesten echter eerst de nodige obstakels overwonnen worden. Ten eerste was de economische noodzaak van dergelijke contracten niet meteen evident: er bestond een systeem van vaste valutakoersen (het zogenaamde Bretton Woods systeem; zie verderop in deze paragraaf), dat er voor zorgde, dat de voor een succesvolle handel broodnodige volatiliteit ontbrak. Bovendien waren er ernstige wettelijk bezwaren vanwege de gelijkenis van de zogenaamde *cash settlement* contracten (waarbij er bij afloop van het contract geen levering van de onderliggende waarde plaatsvindt, maar de posities door middel van verrekening afgewikkeld worden) met speculatie en gokken. Via de bekende econoom Milton Friedman vond Melamed uiteindelijk gehoor bij de autoriteiten (vooral de toenmalige Minister van Financiën George Schultz), en in 1972 kon de handel van futures op zeven verschillende valuta van start gaan op wat nu de *International Monetary Market* (IMM) werd genoemd (MacKenzie 2006: 148). De CBOT richtte ondertussen de aandacht op optiecontracten om de handelsmogelijkheden uit te breiden. Ook deze beurs ondervond problemen bij het geaccepteerd krijgen van opties als een legitiem financieel instrument, en ook hier moest de associatie met gokken overwonnen worden voordat op 26 april 1973 de *Chicago Board Options Exchange* (CBOE) open kon gaan.

Het gelijkstellen van de handel in financiële termijncontracten met gokken loopt als een rode draad door de geschiedenis van derivaten en de houding van regelgevende instanties ten opzichte van deze contracten. In 1721 bijvoorbeeld greep de Britse overheid naar aanleiding van de South Sea bubble in in de termijnhandel met aandelen, maar veel juridische analisten vonden dit in principe onnodig vanwege de grote gelijkenis van deze handel met gokken. Hierdoor zou een aparte wet onnodig zijn (Banner 1998: 83). Dezelfde interpretatie van de wettelijke bepalingen ten opzichte van kansspelen zien we veel later terug bij de genoemde introductie van financiële termijncontracten en, in het geval van de EOE, indextopties (zie hoofdstuk 4). Deze zeer korte schets van de ontwikkeling van derivatenmarkten in de Verenigde Staten geeft al enigszins aan hoe deze markten ontstaan en gevormd zijn in een specifieke context waarin sociale, politieke en culturele factoren een belangrijke rol spelen. Dit perspectief komt in het verloop van dit werkstuk nog uitgebreid aan de orde, wanneer aan de hand van een aantal probleemstellingen de ontwikkeling van de EOE behandeld zal worden.

### 3. Theorie en Probleemstelling

#### 3.1 Leidende vragen en economische verklaringen

Zoals in de inleiding al vermeld is, werd de eerste optiebeurs in Europa in 1978 geopend in Amsterdam. Deze gebeurtenis roept nogal wat vragen op. Ten eerste dient zich al snel de vraag op: waarom pas op dat moment? Uit de korte geschiedenis van derivaten in paragraaf 2 blijkt immers, dat derivaten al veel langer bekend waren. Bovendien was er, zowel in Nederland als elders, ook al langer een instrument bekend dat veel gelijkenis vertoonde met opties, namelijk de zogenaamde premie-affaire in Nederland (Ankum en Kemna 1990) en de *refuse* in Groot-Brittannië (Banner 1998). Tevens waren er ook al eerder enkele vruchteloze pogingen ondernomen om een georganiseerde optiemarkt te starten. Toch duurde het tot 1978 eer de eerste transacties in gestandaardiseerde opties plaats konden vinden. Waarom heeft dit zo lang geduurd? Een volgende vraag dient zich daarna ook vrijwel meteen aan, namelijk: waarom Amsterdam? De grote financiële centra in Europa waren (en zijn) Londen, Parijs, Frankfurt en Zürich; waarom vindt de eerste georganiseerde handel in opties in Europa niet in één van deze, meer voor de hand liggende steden plaats?

Binnen de sociale wetenschappen is de bestudering van markten in het algemeen, en van financiële markten in het bijzonder, hoofdzakelijk het terrein van de economische wetenschap. Toch is het niet gemakkelijk om in de economische literatuur aanknopingspunten te vinden voor een antwoord op de twee eenvoudige vragen die hierboven gesteld werden. In algemene bijdragen zoals Fabozzi et. al. (2002) komen financieel economen niet veel verder dan financiële markten te verklaren door de economische functies die ze vervullen: het vaststellen van een prijs voor financiële activa, het aanbieden van liquiditeit en het verlagen van transactiekosten (Fabozzi et. al. 2002: 5). Wanneer de aandacht gevestigd wordt op derivaten als financiële instrumenten, is er in de eerste plaats een grote hoeveelheid specialistische literatuur op het gebied van de wiskundige en statistische ontleding van derivaten. Deze bijdragen houden zich voornamelijk bezig met de prijsvorming van deze financiële instrumenten (een bekende introductie is Hull 2006). Het verklaren van het ontstaan van georganiseerde markten behoort niet tot de onderzoeksvragen van deze onderzoekers, iets wat overigens geldt voor vrijwel alle analyses binnen het neo-klassieke paradigma in de economie. Een andere, minder bekende en wat breder georiënteerde stroming hanteert een functionalistisch perspectief, waarin derivaten beschouwd worden als instrumenten die een functie vervullen binnen het financiële systeem. In deze zienswijze voorzien derivaten in een duidelijke, economisch gedefinieerde behoefte: ze maken het mogelijk om risico te verplaatsen van een marktpartij die het op een bepaald moment niet kan gebruiken naar een ander die het risico wèl kan of wil lopen. Een voorbeeld van een dergelijke benadering is Merton en Bodie (1995). Het ontstaan van derivaten als financiële innovatie wordt door deze auteurs verklaard door de functie van deze instrumenten voor de afdekking van risico's en het vergroten van de efficiëntie van het financiële systeem: "*The functional perspective views financial innovation as driving the financial system toward the goal of greater economic efficiency*" (Merton en Bodie 1995: 4). Allen en Gale (1990) ontwikkelen een model waarin het

opzetten van een beurs afhankelijk is van de nutsfunctie van de beleggers (die tegen een vaste vergoeding kunnen handelen op de beurs) en de kosten voor een monopolist om deze beurs te beginnen. In het model houdt deze monopolist geen rekening met de externe effecten van het opereren van een beurs (zoals bijvoorbeeld de gevolgen voor de koers van aandelen), zodat het vanuit maatschappelijk oogpunt ongewenst kan zijn om een optiebeurs te vestigen. Deze auteurs hebben derhalve alleen oog voor de theoretische voorwaarden waaronder het vestigen van een optiebeurs Pareto-efficiënt is. Flood (1993) koppelt het succes van een financiële innovatie iets concreter aan transactie- en liquiditeitskosten. Wanneer een nieuw financieel instrument beleggers in staat stelt om de beleggingsdoelstellingen tegen lagere kosten dan voorheen te behalen, heeft een dergelijke innovatie een grotere kans van slagen. Het opzetten van een beurssysteem wordt in deze benadering niet expliciet geproblematiseerd; het implementeren van een beursmodel is een logisch gevolg van het ontwikkelen van een gestandaardiseerd instrument. Vooral de vraag van beleggers naar de mogelijkheden van deze instrumenten is dan bepalend voor de introductie ervan. De snelle ontwikkeling van derivaten wordt in deze literatuur dan ook vrijwel altijd beschreven aan de hand van de toegenomen volatiliteit van de (internationale) economie sinds het begin van de jaren zeventig van de twintigste eeuw, en de daaruit voortvloeiende behoefte van vooral internationaal opererende ondernemingen om risico's beter af te kunnen dekken en zo de winsten te stabiliseren. Het uiteenvallen van het Bretton Woods-systeem van vaste wisselkoersen wordt daarom vaak als het beginpunt voor een nieuwe fase van de wereldeconomie gezien, waarin oude zekerheden plaats maakten voor een vijandigere financiële omgeving met veel volatielere valutakoersen en bedrijfswinsten.<sup>3</sup> Naast de toegenomen vraag naar derivaten wordt ook een andere ontwikkeling aangevoerd als verklaring voor de opkomst van de beurshandel in derivaten, namelijk de toegenomen mogelijkheden van computers en telecommunicatie. Deze technologische innovaties hebben tot lagere transactiekosten geleid, waardoor het mogelijk en rendabel werd om steeds meer soorten derivaten te ontwerpen (Mason 1995).

Deze gebeurtenissen hebben zeker een belangrijke rol gespeeld, maar toch behoeft deze versie van de opkomst van de derivatenhandel enige nuancering. Op de eerste plaats is het opzetten van de handel in gestandaardiseerde contracten veel meer een proces van vallen en opstaan, aanmodderen en volharden tegen de verdrukking in geweest dan deze gestroomlijnde versie doet vermoeden. Ten tweede waren derivaten zoals we zagen niet nieuw; ze bestonden al geruime tijd. De contracten werden echter niet op een officiële markt verhandeld, maar door bijvoorbeeld banken *over the counter* aanboden (en in Nederland, zoals vermeld, bekend stonden als premie-affaires). Het gaat dan om niet-gestandaardiseerde contracten, die op maat gemaakt worden voor een cliënt, en die ook nu nog, ondanks de omvang en efficiëntie van de georganiseerde markten voor derivaten, veruit het grootste

---

<sup>3</sup> Volgens Blyth (2003) waren de ontwerpers van het Bretton Woods akkoord (waaronder John Maynard Keynes) er op bedacht om de excessen van de globalisatie van financiële markten vóór de tweede wereldoorlog te voorkomen: "Trade was "in", but arbitrage and speculation were "out"."

gedeelte van de handel voor hun rekening nemen. Dit komt tot uitdrukking in enige getallen over de wereldwijde handel in derivaten. Volgens de BIS, de *Bank for International Settlements*, bedroeg de nominale waarde van uitstaande contracten in derivaten op de OTC-markt op 30 juni 2006 US \$ 369,90 biljoen; de marktwaarde van dezelfde contracten op dat moment bedroeg US \$ 10,07 biljoen. Daarvan had US \$ 1,27 biljoen betrekking op opties met een nominale waarde van US \$ 54,99 biljoen. Kijken we vervolgens naar de derivaten die op georganiseerde markten verhandeld worden, dan vertegenwoordigden deze op datzelfde moment een nominale waarde van US \$ 57,96 biljoen; de totale nominale waarde van alle derivaten verhandeld op markten bedroeg US \$ 84,41 biljoen. Hieruit blijkt, dat hoewel voor opties georganiseerde markten relatief belangrijk zijn, voor financiële termijncontracten (FRA's en futures) de OTC-markt veel groter is. De handel in swaps (die het overgrote deel van de derivaten vormen) vindt zelfs alleen op deze markt plaats. Het is mogelijk te beargumenteren, dat het samenvallen van de toegenomen behoefte aan risico-afdekking en de toename van de technologische mogelijkheden in het begin van de jaren zeventig ertoe hebben geleid dat het efficiënter werd om al deze instrumenten op een centrale en openbare markt te verhandelen dan op de *ad hoc* manier waarop dat tot dan toe gebeurde. Toch blijft de vraag bestaan, waarom deze markt in het geval van opties dan juist in Amsterdam ontstond. De bovengenoemde voorwaarden moeten grosso modo in alle Europese financiële centra van kracht zijn geweest. Bovendien verklaart de toename van de risico's op het gebied van valutakoersen en rentevoeten niet, waarom in Amsterdam begonnen werd met een *aandelen*optiebeurs. In termen van de afdekking van de genoemde risico's zou een financiële termijnmarkt zoals de IMM meer voor de hand hebben gelegen.

In andere economisch georiënteerde beschouwingen wordt de ontwikkeling van derivaten als financiële instrumenten enigszins eenzijdig in verband gebracht met de globalisatie van de wereldeconomie en de groei van de internationale financiële markten (zie bijvoorbeeld Dodd 2002). In een aantal van deze bijdragen wordt –veelal vanuit een Marxistisch uitgangspunt– van een proces van *financialization* gesproken (zie hiervoor bijvoorbeeld Epstein 2005), waarmee de steeds grotere rol van de financiële sector in de wereldeconomie (en de daarmee volgens deze zienswijze samenhangende toenemende politieke macht) bedoeld wordt. Financiële ondernemingen worden vaak verondersteld een gemeenschappelijke agenda te voeren en gemeenschappelijke belangen te hebben, hetgeen bijvoorbeeld tot uitdrukking komt in het gebruik van de verzamelnaam 'Finance' om hun activiteiten te beschrijven. Dit wordt natuurlijk mede ingegeven door het uitgangspunt van dergelijke beschouwingen, die vooral geïnteresseerd zijn in globale macroprocessen. Het probleem met deze verklaringen voor de groei van de handel in derivaten is dat het maar de vraag is of het productief is om alle activiteiten binnen 'Finance' over één kam te scheren. Vooral de belangentegenstellingen tussen verschillende elementen binnen het financiële systeem, bijvoorbeeld tussen banken en georganiseerde markten, ontsnapt in een dergelijke confectiebenadering al snel aan de aandacht. Het centraal stellen van de ontwikkeling van de markten zelf biedt meer mogelijkheden om de opkomst van de derivatenhandel te bestuderen. De invloed van de beschreven globale processen op de lokale

situatie kan in het onderzoek meegenomen worden door de in de inleiding genoemde vergelijking met de ontwikkeling in andere steden kort aan te halen.

Resumerend kan na deze korte behandeling van enkele bijdragen uit de economische literatuur gesteld worden, dat zij inzicht geven in het belang van enkele variabelen die vooral bij de ontwikkeling van nieuw financiële produkten een rol spelen, maar dat er ook een aantal vragen onbeantwoord blijven. De ontwikkeling van de nieuwe, gestandaardiseerde derivaten in het begin en midden van de jaren zeventig kan in grote lijnen misschien verklaard worden door efficiency argumenten, maar bij de beantwoording van enigszins gedetailleerde vragen over de processen van marktontwikkeling bieden deze systeem- of vraaggeoriënteerde benaderingen weinig houvast. Ook onderzoeksscholen die zich juist af zetten tegen de neo-klassieke onderzoekstradities slagen er niet in om verder te komen dan zeer macroscopische verklaringen.<sup>4</sup> In de volgende deelparagraaf van dit hoofdstuk zal daarom aandacht besteed worden aan het zoeken naar een theoretisch kader dat meer recht kan doen aan de vaak weerbarstige praktijk van marktforming. Hierin wordt naar mijn mening het beste voorzien door concepten uit de economische sociologie en, meer specifiek, de sociologie van markten.

### *3.2 De sociologie van markten*

In de economische sociologie neemt de sociologie van markten een belangrijke plaats in. Max Weber (bijvoorbeeld Weber 1985) wordt als één van de grondleggers van het sociologisch denken over markten gezien, en zijn inzichten vormen nog steeds –samen met bijdragen van Karl Marx, Vilfredo Pareto, Joseph Schumpeter en, later, Talcott Parsons– de fundamenteën van veel onderzoeksrichtingen in het vakgebied. Weber maakte in zijn markttheorie een onderscheid tussen twee soorten markten die in de geschiedenis voorkwamen: interne markten en externe markten (Swedberg 2005). Op interne markten werd handel gedreven tussen leden van de eigen gemeenschap, terwijl op externe markten de handel tussen verschillende etnische groepen plaatsvond. Dit had volgens Weber gevolgen voor de manier waarop de handel gedreven werd: op interne markten golden andere regels en minder vrijheid van handelen dan op externe markten, die veel meer gekenmerkt werden door een zekere meedogenloosheid. Voor het marktproces zelf onderscheidde Weber twee fasen: in de eerste fase vindt er een strijd plaats tussen al degenen die geïnteresseerd zijn in handel (de concurrentiefase), terwijl het in de tweede fase gaat om de uiteindelijke uitwisseling tussen de twee partijen die tot een

---

<sup>4</sup> In dit korte overzicht heb ik geen aandacht geschonken aan economen die vanuit een institutioneel-economische hoek markten bestuderen. Oliver Williamson probeert bijvoorbeeld een verklaring te geven voor het gebruik van het marktmechanisme versus andere uitwisselingsmechanismen door de hoogte van de transactiekosten. Deze benadering past echter grotendeels binnen het functionalistische perspectief, omdat deze kosten voor de actoren als gegeven verondersteld worden. De partijen zoeken ‘gewoon’ naar de meest efficiënte organisatievorm binnen deze kaders, terwijl die juist geproblematiseerd moeten worden. Een andere bekende institutionele econoom is Douglas North. Aangezien zijn werk op veel punten overeenkomsten vertoont met dat van economisch sociologen is het niet onder de gangbare economische theorieën geschaard. Tot slot zou er nog gekeken kunnen worden naar werk op het gebied van de economie van technologische innovatie en innovatiesystemen. Hierin zouden in principe aanknopingspunten voor de bestudering van de ontwikkeling van financiële technologieën en markten gevonden kunnen worden. Ik ken echter geen bijdragen uit die onderzoeksrichting die dit expliciet doen.

overeenkomst komen (de uitwisselingsfase). In deze laatste stap is volgens Weber de mogelijkheid tot rationeel handelen het grootst. In *Die Börse* (Weber 1999a, 1999b [1894]) werkt Weber dit gegeven verder uit voor het handelen op de beurs. Hoewel een beurs en een kleine, lokale markt voor levensmiddelen in een kleine provinciestad (door Weber gekozen als grootst mogelijke contrast met een beurs) volgens Weber in principe *wesensgleich* zijn, gaat het bij een beurs om een veel omvangrijkere handel in wat in essentie massa-artikelen zijn: het doet er niet toe welk specifiek artikel van een produkt er verhandeld wordt, het gaat om de *produktsoort*. Daarbij voldoet het verhandelde produkt aan bepaalde, vooraf vastgelegde eisen. Indien een goed aan deze eisen voldoet is het individuele exemplaar niet langer relevant.

In de post-Weberiaanse economische sociologie vindt een verschuiving plaats naar een meer holistische benadering van markten. Talcott Parsons behandelde markten in het kader van zijn overkoepelende ‘maatschappijtheorie’ (net zoals bijvoorbeeld Niklas Luhmann) en koos daarmee voor een meer macro-sociologische benadering. Hierin worden financiële markten opgevat als onderdeel van een financieel systeem, dat zich binnen het grotere geheel van het economische subsysteem specialiseert in de betalingscapaciteit van de economische actoren. Een voorbeeld van deze lijn is te vinden in Strulik (2000). De al eerder aangehaalde globaliseringsliteratuur past ook enigszins bij deze macro-sociologische benadering, echter zonder het tamelijk rigide kader van de systeemtheorie. Beide zienswijzen lijden echter aan hetzelfde manco: hun deterministische en functionalistische uitgangspunten laten weinig ruimte over voor een actief construerende rol van de marktactoren zelf, en voor mogelijke belangentegenstellingen tussen hen. Deze ruimte wordt veel duidelijker ingebouwd in de zogenaamde *new economic sociology*, een stroming die in het begin van de jaren tachtig de sociologische bestudering van de economie weer oppikte nadat het terrein na Parsons geruime tijd feitelijk braak had gelegen (en de bestudering van markten over werd gelaten aan economen). Deels is deze vernieuwde interesse te verklaren door de groeiende onvrede met vooral de neo-klassieke economische theorie en haar benadering van het marktproces, waarbij de aandacht vrijwel uitsluitend gericht is op het prijsvormingsproces op een markt waarop rationele actoren met vastomlijnde voorkeuren handel drijven. Eén van de uitgangspunten voor het theoretiseren over markten in de *new economic sociology* is daarentegen het concept van *embeddedness* zoals dat geïntroduceerd werd door Mark Granovetter (Granovetter 1985). Granovetter stelt, dat marktprocessen plaatsvinden in een omgeving die ingebed is in sociale structuren. Marktpartijen handelen niet in een vacuüm, maar zijn juist in staat economisch te handelen doordat hun interacties plaatsvinden in een sociaal netwerk. Latere auteurs hebben het begrip uitgebreid naar culturele-, politieke- en cognitieve factoren. Ondanks de nieuwe aandacht voor markten is er echter, zo klaagt Fligstein (2001), nauwelijks aandacht geweest voor het formuleren van een theorie over het ontstaan- en de ontwikkeling van markten. Fligstein baseert zijn model van marktformatie op het Bourdieuaanse begrip van een ‘veld’. Hij ziet het begin van een markt als de pogingen van marktpartijen om binnen een bepaalde sociale ruimte een dominante positie te verkrijgen. Deze pogingen leiden tot de vorming van een lokale



cultuur waarbinnen de actoren uiteindelijk een perceptie delen over wie de dominante partij(en) is/zijn, en waaróm dit zo is. Wanneer de relaties tussen de concurrenten (in de vorm van een concurrentiehiërarchie) gestabiliseerd en gereproduceerd kunnen worden, én het produkt als legitiem wordt ervaren door de klanten, ontstaat een markt. De lokale cultuur vormt en definieert zo de sociale relaties op de markt. Samen met de visie en het cognitieve interpretatiekader van de actoren die binnen een onderneming (die door Fligstein opgevat wordt als een politieke coalitie) de interne machtsstrijd in hun voordeel hebben beslecht, vormen deze sociale relaties hetgeen Fligstein een *conception of control* noemt. Hij ziet in dit verband ook een centrale rol weggelegd voor de staat: vooral in de beginfase van de ontwikkeling van een markt speelt de overheid volgens hem een belangrijke rol bij het definiëren van de ‘spelregels’. Het zwaartepunt van zijn theorie, vooral waar het reeds geëtablerde markten betreft, ligt echter voornamelijk bij de relaties tussen de producenten onderling. Het belangrijkste probleem waarvoor zij zich gesteld zien is het reguleren van de onderlinge concurrentie en het reduceren van de onzekerheid waarmee ze zich geconfronteerd zien.

In het kader van een dynamische theorie van markten ziet ook Beckert (2007) een blinde vlek: het bestaan van *embeddedness* van markten wordt vaak aangetoond in empirische studies, maar *waarom* het zo is dat markten ingebed zijn in institutionele-, sociale- en cognitieve structuren is veel minder duidelijk. Beckert geeft een voorzet voor een theorie over de invloed van dergelijke macro-structurele factoren op marktprocessen door te stellen dat ze een oplossing vormen voor een drietal coördinatieproblemen die op iedere markt voorkomen. Ten eerste is dat het *waarderingsprobleem*: het marktproces moet in staat zijn om aan de verhandelde produkten een waarde toe te kennen. Dit geldt voor individuele produkten binnen een bepaalde produktklasse, maar ook voor de produktklasse als geheel.<sup>5</sup> Het tweede probleem betreft het *concurrentieprobleem*: wanneer een aanbieder winstmogelijkheden wil blijven creëren zal hij moeten streven naar een uniek produkt (zie ook White 1981). Concurrenten moeten zoveel mogelijk geweerd worden van de markt. Tot slot is er het *samenwerkingsprobleem*, dat vooral betrekking heeft op de relatie tussen kopers en verkopers: de kopers moeten voldoende vertrouwen hebben in de aanbieders op de markt om terug te komen. Het oplossen van deze drie problemen vereist een zekere mate van stabiliteit: stabiliteit van de verwachtingen die de marktactoren ten opzichte van elkaar- en over de toekomst hebben. Möllering (2007) onderscheidt drie niveaus van interactie die nodig zijn voor het vestigen van een markt, en koppelt deze aan de drie onzekerheden van Beckert. Allereerst is er het niveau van de markt-actoren: kopers en verkopers, maar ook toezichthouders en tussenpersonen. Daarnaast is er het netwerkniveau van regelmatige interactie tussen de actoren. Tot slot onderscheidt Möllering marktinstuties, de formele- en informele regels die de transacties op een markt sturen. De drie niveaus zijn volgens de auteur verbonden en beïnvloeden elkaar wederzijds, dus zowel van boven naar beneden (*top down*) als

---

<sup>5</sup> Later zal ik proberen aan te tonen, dat vooral dit soort van waarderingsprobleem relevant is voor de optiemarkt.

andersom (*bottom up*). Dit opent de mogelijkheid van het concept van *collective institutional entrepreneurship*, een activiteit die Möllering omschrijft als “(..) *Market actors engage in a form of entrepreneurship oriented towards market constitution beyond the ‘normal’ entrepreneurial activities within markets such as introducing product innovations (..)*”.<sup>6</sup> Door middel van Möllering’s bijdrage wordt het mogelijk om de *embeddedness* van een markt op een bepaald moment te traceren via een historische ontwikkeling. Zo wordt ruimte geboden aan een meer dynamische benadering van Grannovetter’s concept, waarin de toestand van een markt op een bepaald moment op te vatten is als het resultaat van een proces van institutionalisering waaraan verschillende actoren een bijdrage leveren.

Hoewel de hier beschreven bijdragen voornamelijk betrekking hebben op traditionele productiemarkten, is binnen de sociologie van markten de afgelopen jaren ook de belangstelling voor de specifieke bestudering van financiële markten toegenomen. Hoewel eerdere bijdragen zoals Baker (1984) en Adler en Adler (1984) in het verlengde van de ‘traditionele’ economische sociologie lagen, is er inmiddels een apart deelgebied ontstaan waarin de invloed van wetenschaps- en technologiestudies (STS, *Science and Technology Studies*) duidelijk aanwezig is. Deze stroming wordt aangeduid met de verzamelnaam *Social Studies of Finance* (SSF), en recente voorbeelden van deze lijn zijn te vinden in Knorr-Cetina en Preda (2005), MacKenzie (2006) en Kalthoff (2005). In deze benadering staan de rol van economische kennis en technologische systemen en het gebruik ervan in lokale situaties centraal. Daarbij wordt meestal ook een microsociologische weg bewandeld, bijvoorbeeld door markten ‘in actie’ te bestuderen. De actoren worden gevolgd in hun pogingen om de markt te construeren en betekenis te geven aan de symbolen die op de markt circuleren. Hier vinden we bijvoorbeeld onderzoek op de handelsafdelingen van banken (Knorr-Cetina en Brueger 2002; Godechot 2005; Abolafia 1996). Andere auteurs bevinden zich iets meer op het raakvlak van deze onderzoeksrichting en de economische sociologie. Hier treffen we onderzoekers zoals Michel Callon en Donald MacKenzie aan, die wat meer aandacht hebben voor de context waarbinnen financiële markten zich ontwikkelen. Bij deze auteurs vervult het begrip van *performativity* een leidende rol in hun onderzoeksopzet: zij bestuderen hoe actoren hun economische kennis (in ruime zin) gebruiken om het marktproces actief vorm te geven. De these is daarbij, dat economische modellen van de werkelijkheid door het wijd verbreide gebruik ervan door marktpartijen een vormende werking hebben op deze werkelijkheid: ze zijn *performative*. Zo beschrijft MacKenzie (2006) hoe de Black en Scholes formule voor de prijsvorming op optiemarkten in belangrijke mate bijgedragen heeft aan de feitelijke prijsvorming op deze markten, zodat de werkelijkheid zich vormt naar de beschrijvingen in het model. Ook is in deze benadering aandacht voor de manier waarop zowel menselijke- als niet-menselijke (bijvoorbeeld technologische) actoren een rol vervullen in het tot stand komen van een markt. De

---

<sup>6</sup> Möllering (2007: 14).

Actor-Netwerk benadering van Bruno Latour (onder andere 1987, 2005) vormt het fundament van deze methode.

### 3.3 probleemstellingen

In deze scriptie probeer ik te achterhalen, of een sociologische verklaring voor het bestaan van een optiemarkt iets kan toevoegen aan de bekende economische verklaringen. Concreet is daarbij de vraag, of de opkomst en groei van deze markten verklaard kan worden door andere factoren dan alleen maar de functie van opties als financiële instrumenten voor de afdekking van risico. Binnen de SSF verschaft de reeds besproken *performativity* these zonder twijfel een belangrijk inzicht in de werking van financiële markten en de rol van economische theorieën in de groei van deze markten. Het probleem is echter, dat ze eenzijdig de nadruk legt op het belang van deze theorieën. Daarbij worden andere factoren, die vooral een rol spelen bij de constitutie van deze markten, over het hoofd gezien. Zeker, de ontwikkeling van de financieel-economische wetenschap speelt een belangrijke rol bij bijvoorbeeld de legitimiteit van opties en optiemarkten (meer hierover in hoofdstuk 2), maar vooral in het begin zijn ook andere variabelen relevant voor het tijdsverloop, de uiteindelijke vorm en het functioneren van de optiemarkt in Nederland. Daarom wordt in deze scriptie gekozen voor een bredere benadering, waarbij de nadruk gelegd wordt op de beursstructuur van de optiemarkt en de machtsverhoudingen tussen de partijen die deze structuur met elkaar vorm(d)en. De centrale probleemstelling luidt daarbij: op welke wijze is de optiebeurs in Amsterdam ontstaan en vervolgens geïnstitutionaliseerd, en hoe is dit te verklaren vanuit de sociale dynamiek van de betrokken partijen en de condities waarin deze opereren? Deze algemene probleemstelling kan verder gespecificeerd worden door ze te splitsen in een aantal deelvragen.

Allereerst valt ze uiteen in twee componenten, namelijk enerzijds het ontstaan van de beurs en anderzijds de verdere ontwikkeling tot een institutie. In de eerste fase vindt een ontwikkeling plaats waarin er van een situatie zonder optiebeurs in Nederland binnen een viertal jaren een optiebeurs van start gaat. Aangezien deze ontwikkeling voortkomt uit de financiële sector, vestig ik de aandacht in eerste instantie op de krachtenverhoudingen in deze ‘bedrijfstak’. Het opnemen van de situatie rond 1974 biedt als het ware een ‘nulmeting’ van de financiële sector vóórdat ze verrijkt wordt met de institutie van een optiemarkt. Het concept van een veld is daarbij behulpzaam, omdat het de aandacht vestigt op de relaties tussen de verschillende partijen, en dan met name de onderlinge machtsverhoudingen. Deze worden daarbij voornamelijk neergelegd in een onderscheid tussen *incumbents* en *challengers* (Fligstein 2001: 15). De deelvragen in deze eerste component van de probleemstelling zijn dan ook:

- 2.1 Hoe kan de situatie in de Nederlandse financiële sector in het midden van de jaren zeventig sociologisch gekarakteriseerd worden? Welke partijen kunnen onderscheiden worden?
- 2.2 Wie zijn de *incumbents* en wie zijn de *challengers*?
- 2.3 Waarom vindt de ontwikkeling van de optiebeurs juist op dat moment plaats?
- 2.4 Voor welk(e) proble(m)en van welke groepen biedt de optiebeurs een oplossing?

De conceptfase wordt uiteindelijk in 1978 afgesloten met de start van de EOE. Een vergelijking tussen de operationele structuur van deze beurs en de concepten in het begin brengt nogal wat verschillen aan het licht. Blijkbaar hebben er in deze fase ontwikkelingen plaatsgevonden, die hebben geleid tot de nodige bijstellingen. Ook hier is het theoretische concept van een veld behulpzaam, aangezien er ruimte geboden wordt voor de inclusie van meer partijen dan alleen de ‘producenten’ en ‘consumenten’. Met name de belangrijke rol van de overheid bij de vestiging van (nieuwe) markten (Fligstein 2001: 19) is hier relevant. Verdere deelvragen zijn dan ook:

- 2.5 Welke factoren hebben ertoe geleid, dat de EOE zoals die in 1978 van start ging, verschilde van de concepten die in het begin circuleerden?
- 2.6 Welke partijen speelden hierin een rol?
- 2.7 Welke rol speelde de overheid hierbij?

De tweede component van de probleemstelling betreft de institutionalisering van de optiehandel in Nederland. Het vormgeven van de EOE als ‘dé (Europese) optiemarkt’ als institutie krijgt in de loop van het proces een steeds concretere vorm. Enerzijds is er daarbij sprake van het construeren van de beurs en anderzijds van de constructie van de markt. In het eerste geval kunnen een aantal deelvragen behulpzaam zijn bij het identificeren van de mechanismen die hierbij een rol spelen:

- 2.8 Waarom vinden we de eerste optiebeurs in Europa in Amsterdam, en niet in een meer voor de hand liggend financieel centrum zoals Londen?
- 2.9 Hoe verloopt de samenwerking met andere beurzen in de VS en Europa?
- 2.10 Hoe dragen andere actoren zoals de VvdE, de pers en beleggers bij aan de identiteit van de EOE?

Beantwoording van deze deelvragen biedt inzicht in de specifieke omstandigheden die in Amsterdam hebben bijgedragen aan de vestiging van een optiebeurs, en die in andere landen niet (of in mindere mate) aanwezig waren.

In het tweede geval (de constructie van de optiemarkt) ligt de nadruk meer op de interne dimensie van de markt. Hier vinden processen plaats die het beste aansluiten bij de sociologie van markten. In het kader van deze scriptie wordt met name gebruik gemaakt van de indeling die Beckert (2007) maakt. Van de drie door Beckert onderscheidde coördinatieproblemen is –in geval van een beurs– vooral het waarderingsprobleem van belang voor de interne uitwerking van de markt. Hier wordt ook de plaats geboden om de *performativity* benadering van MacKenzie (2006) te lokaliseren, en te bekijken hoe dit concept ingebed is in de beursstructuur. Deelvragen zijn dan ook:

- 3.1 Hoe ontwerpen de institutionele entrepreneurs de optiemarkt? Welke overwegingen spelen een rol bij het vaststellen van het marktontwerp?
- 3.2 Hoe zoekt men met name naar een oplossing voor het waarderingsprobleem?
- 3.3 Welke gevolgen hebben de gekozen oplossingen voor de verdere ontwikkeling van de EOE als externe markt?
- 3.4 Wat is het verband tussen het concept van de *performativity* van economische theorieën en een beursstructuur?

In aansluiting op de beantwoording van vraag 3.3 is tot slot de vraag, wanneer er nu gesproken kan worden van een geïnstitutionaliseerde optiehandel in de vorm van de EOE, en welke effecten dit heeft op de ontwikkelingen in het financiële veld. Daarbij concentreert de aandacht zich op twee elementen: de ontwikkeling van nieuwe optieklassen en de invloed die de optiehandel krijgt op de effectenbeurs zelf. De vragen luiden dan ook:

- 4.1 Welke gevolgen heeft de ontwikkeling van nieuwe optieklassen op het financiële veld?
- 4.2 Hoe beïnvloedt de handel op de optiebeurs de handel op de aandelenbeurs?
- 4.3 Welke gevolgen heeft dit voor de aandelenbeurs?

#### **4. Conclusie en vooruitblik**

In het vervolg van deze scriptie maak ik, enigszins in de lijn van Weber, een onderscheid tussen wat ik de ‘markt naar buiten toe’ en de ‘markt naar binnen toe’ zou willen noemen. In het eerste geval gaat het om een gemeenschappelijk project van een aantal actoren om een optiebeurs in Nederland te

starten. Het produkt ‘optiemarkt’ moet daartoe legitiem gemaakt worden in de ogen van andere actoren die een wezenlijk verschil kunnen maken bij het al dan niet succesvol worden van een dergelijke markt. De initiatiefnemers, die ik als institutionele entrepreneurs in de zin van Möllering (2007) beschouw, opereren daarbij in een context die beperkingen en mogelijkheden verschaft: economisch, wettelijk, cultureel en sociaal. De manier waarop ze deze context interpreteren volgens de interne logica van het veld waarin ze opereren, en de wijze waarop zij deze interpretaties inzetten om hun doel te bereiken, is van wezenlijk belang voor het begrijpen van de manier waarop de optiehandel in Nederland zich ontwikkeld heeft. Bij het tweede proces moeten de actoren meer intern gericht te werk gaan. Het gaat er om, handelspatronen en winstmogelijkheden te creëren, om een gezamenlijke marktcultuur op te bouwen en de markt als een politieke coalitie (analoog aan een onderneming als organisatie) bij elkaar te houden. Vervolgens biedt de op deze manier gevormde arena de mogelijkheid om handel te drijven in optiecontracten. Dit handel drijven ontwikkelt zich ook weer als een proces met een eigen dynamica, en is van invloed op de institutionalisering van de optiebeurs in het financiële veld. Ik gebruik het onderscheid tussen de ‘markt naar buiten toe’ en de ‘markt naar binnen toe’ daarom vooral als analytisch instrument om de presentatie van het onderzoek te vereenvoudigen. In werkelijkheid beïnvloeden beide sferen elkaar en lopen, zeker in het begin (bij de constitutie van de optiebeurs) maar ook later (wanneer de beurs een vaste plaats begint te verwerven), in elkaar over. Daarnaast biedt het gemaakte onderscheid een rudimentaire manier om ook de theoretische kaders wat steviger vast te leggen. Qua theoretische benadering sluiten namelijk de concepten zoals die ontwikkeld zijn in de sociologie van markten in het algemeen, en de veldtheorie in het bijzonder, volgens mij het beste aan bij ‘de markt naar buiten toe’. De veel specifiekere manier waarop onderzoekers vanuit verschillende gezichtspunten financiële markten microsociologisch bestuderen, is naar mijn mening minder relevant om dit proces te beschrijven; hier is weer een betere koppeling met de beschrijving van interne processen te maken. Een prettige bijkomstigheid is bovendien, dat het verband tussen veldtheorieën enerzijds, en *performativity*-benaderingen anderzijds door het marktbegrip te splitsen in een externe en interne component duidelijker naar voren gebracht wordt. Er gaat een heel proces in termen van politieke en culturele definiëring van de markt vooraf aan de mogelijkheid voor bijvoorbeeld een economische theorie –zoals Black en Scholes (1973) deze presenteerden voor de waardering van opties– om de prijsvorming op een optiemarkt te vormen (zie ook de opmerkingen die Fourcade 2007 hierover maakt).<sup>7</sup> Om de verdere analyse wat overzichtelijker te maken, hanteer ik vanaf nu de term ‘optiebeurs’ om de extern gerichte processen te beschrijven, en de term ‘optiemarkt’ wanneer het gaat om de interne werking van de optiemarkt. Deze terminologie is voornamelijk ingegeven door de veronderstelling, dat een beurs opgevat kan worden als een

---

<sup>7</sup> Hierbij ga ik voorbij aan het feit, dat *performativity* ook in de veldtheorie geïntegreerd kan worden door de interactie in een veld op te vatten als een *performativity struggle*: “(..) [S]truggles to make one’s construction of the world real” (Fourcade 2007: 1027; benadrukking weggelaten). Het gaat er dan om, om het eigen wereldbeeld als het dominante wereldbeeld te vestigen. Hoewel dit als een manifestatie van het *performativity* concept beschouwd zou kunnen worden, verliest het door een dergelijke ‘brede’ inzet enigszins aan kracht.

organisatie die als één van haar taken het onderhouden van een markt in een specifiek (financieel) instrument heeft.

In het vervolg van deze scriptie gebruik ik Fligstein's begrip van '*markets as fields*' als leidraad voor het begrijpen van de ontwikkeling van de EOE in Nederland 'naar buiten toe'. Ik definieer het relevante veld als 'de Nederlandse financiële wereld' (in de zin van Pels' [1989] uitleg van Bourdieu's veldbegrip). Binnen dit veld is de Vereniging voor de Effectenhandel (zie het volgende hoofdstuk) als professionele organisatie het forum waarop de discussies over de toekomst van de aandelenhandel in Amsterdam gevoerd worden. De spanningen die het gevolg zijn van de strijd om dominantie binnen het veld worden ook in de verhandelingen op dit forum zichtbaar. Deze strijd hoeft overigens niet alleen gevoerd te worden om geldelijk gewin of met financieel kapitaal als belangrijkste hulpbron, hoewel beide wel een belangrijke component zijn. Er kan ook een grote rol weggelegd zijn voor een inzet om een statushiërarchie (Podolny 2005) te creëren, en voor het gebruik van andere vormen van kapitaal (sociaal, cultureel, juridisch, etc.). Binnen dit veld beschouw ik de plannen om een optiebeurs op te richten als een poging om de optiehandel in Nederland te institutionaliseren op een nieuwe manier, die aanvankelijk gepresenteerd wordt als zijnde ingebed in de tradities van Amsterdam als financieel centrum en de bestaande (sociale) structuur van de effectenhandel in Nederland. De nieuwe optiehandel kan hierbij gezien worden als een voorgestelde oplossing voor een aantal problemen zoals die door een aantal actoren binnen het veld (al dan niet bewust) waargenomen worden. Deze oplossing was op dat moment bovendien voorhanden en al (onder andere omstandigheden) uitgewerkt in het buitenland, met name de Verenigde Staten. Zo ontstaat ook ruimte voor aandacht voor het 'grotere geheel', de meer algemene internationale context waarbinnen de optiemarkt in Nederland ontstaan is en zich verder ontwikkeld heeft. Steeds meer wordt namelijk duidelijk, dat de toename in het aantal internationale verbanden niet betekent dat hierdoor lokale connecties minder belangrijk worden. In tegendeel zelfs, door de toegenomen complexiteit van de omgeving van internationaal opererende bedrijven worden lokaal gedefinieerde instituties en vertrouwensrelaties juist steeds belangrijker. Dit gaat ook op in de financiële sector, die bij uitstek internationaal georiënteerd - én tegelijkertijd geconcentreerd is in de financiële centra van de grote steden. Ik hoop zo ook enig inzicht te verlenen in de lokale uitwerking van globale processen, en hoe lokale factoren op hun beurt mede vorm geven aan globale standaarden en normen.

De opzet van het onderzoeken van het proces van *marktforming* brengt ook met zich mee, dat vooral de aanloop naar de start, en vervolgens de ontwikkeling van de optiebeurs in de beginjaren, relevant is voor het onderwerp. Vooral daarom, maar natuurlijk ook om redenen die te maken hebben met de omvang van de scriptie, is gekozen voor een beperking in de periode die onderzocht wordt. Het onderzoek behandelt de periode van (vlak voor) 1978 tot en met 1987. De optiebeurs startte in 1978, en men zou kunnen beargumenteren dat 1987 (het jaar waarin op 19 oktober een beurskrach plaatsvond) gezien kan worden als het einde van de eerste fase van de optiebeurs. De beurs was in dat jaar al voldoende geïnstitutionaliseerd zodat er aan haar bestaansrecht niet meer getwijfeld werd, ook

niet na een desastreuze val van de beurskoersen. Hoewel derivaten door sommigen als hoofdschuldige aan de krach gezien werden, en er duidelijke aanwijzingen zijn dat de prijsvorming op de optiemarkten anders gaat verlopen, worden de beurzen zelf nog steeds als legitiem gezien. Later zal ik proberen te beargumenteren dat vooral het voltooiën van het project van indexopties vlak vóór de crash als afsluiting van het institutionaliseringproces van de EOE gezien kan worden.

Om het eerste gedeelte van de probleemstelling te beantwoorden, zal voornamelijk naar het proces van conceptualisatie en creatie van de optiemarkt in Amsterdam gekeken worden. Het betreft hier allereerst de deelvragen 2.1 tot en met 2.10. Deze zullen in hoofdstuk 2 behandeld worden. De vragen 3.1 tot en met 3.4 hebben betrekking op de interne werking van de markt en komen aan bod in hoofdstuk 3. De deelvragen 4.1 tot en met 4.3 hebben weer meer betrekking op de externe werking van de markt, en worden in hoofdstuk 4 verder uitgewerkt. De aard van de probleemstellingen brengt met zich mee, dat deze hoofdstukindeling niet strikt chronologisch is, maar in grote lijnen komt in hoofdstuk 2 globaal de periode van 1974 tot en met de opening van de EOE in 1978 aan bod, terwijl in hoofdstuk 4 de periode daarna (tot 1987) behandeld wordt. De gegevens zijn gebaseerd op literatuuronderzoek, jaarverslagen en archiefonderzoek bij de Stichting VvdE, NYSE-Euronext, ING en de archieven van het Ministerie van Financiën zoals die ter inzage liggen bij het Nationaal Archief in Den Haag. Verder heeft er een achttal interviews plaatsgevonden met mensen die direct betrokken zijn geweest bij de EOE. Deze interviews zijn opgenomen en bewaard in digitale, dan wel magnetische vorm. Bovendien zijn ze uitgeschreven. Hoewel omwille van de duidelijkheid ook op bepaalde plaatsen in de genoemde hoofdstukken analytisch stil wordt gestaan bij de gegevens, zal een meeromvattende analyse uitgesteld worden tot het laatste hoofdstuk. In dit hoofdstuk 5 zal ook aandacht worden besteed aan enerzijds de conclusie van de gekozen benadering, en anderzijds aan de beperkingen ervan en de mogelijkheden voor verder onderzoek.



## Een Europese beurs in een Nederlandse omgeving

---

### 1. Inleiding

De wortels van de EOE liggen in het begin van de jaren zeventig. De turbulente economische omgeving, gekenmerkt door het uiteenvallen van het Bretton Woods systeem, een oliecrisis en hoge inflatie gecombineerd met een lage economische groei (een combinatie die tot het nieuwe begrip ‘stagflatie’ voert), leiden er toe, dat de periode rond 1973 vaak als een *watershed* gekenmerkt wordt (Henning, Pigott en Scott 1978: 551). De toegenomen onzekerheid in de mondiale economie blijkt bovendien geen goede omgeving voor het beleggen op financiële markten. De S&P 500 index van Amerikaanse aandelenfondsen bijvoorbeeld, nam in de periode van 1968 tot 1974 slechts met een gemiddeld (samengesteld) percentage van 0,21% per jaar toe. De Dow Jones Industrial index deed het over diezelfde periode zelfs nog slechter: de index *daalde* met gemiddeld 0,94% per jaar.<sup>8</sup> In Nederland daalde de ANP/CBS-beursindex gedurende dezelfde periode nog meer, namelijk met ongeveer 10%.<sup>9</sup> De slapte op de beurs duurde zelfs feitelijk tot 1982: Van 1974 tot 1982 steeg de S&P 500 met 2,91% per jaar, en de Dow Jones Industrial met maar 0,46%.<sup>10</sup> Een professioneel belegger verwoordde het zo: “Tot aan 1982 was er op aandelengebied eigenlijk niets gebeurd. Het was een vlakke periode, er viel nauwelijks iets te verdienen. Alle inde[ces] bleven eigenlijk een beetje hetzelfde.”<sup>11</sup> De omzetten op de Amsterdamse effectenbeurs daalden na de relatief goede jaren 1972 en 1973 in de daaropvolgende jaren in sterke mate. Het jaar 1974 wordt voor de aandelenmarkt zelfs vergeleken met de beurscrash die zich in de jaren dertig voltrok (Beurs en Effectenbedrijf 1975: 178). Figuur 2.1 brengt deze teruggang (na de relatief goede jaren 1972 en 1973) in beeld.

---

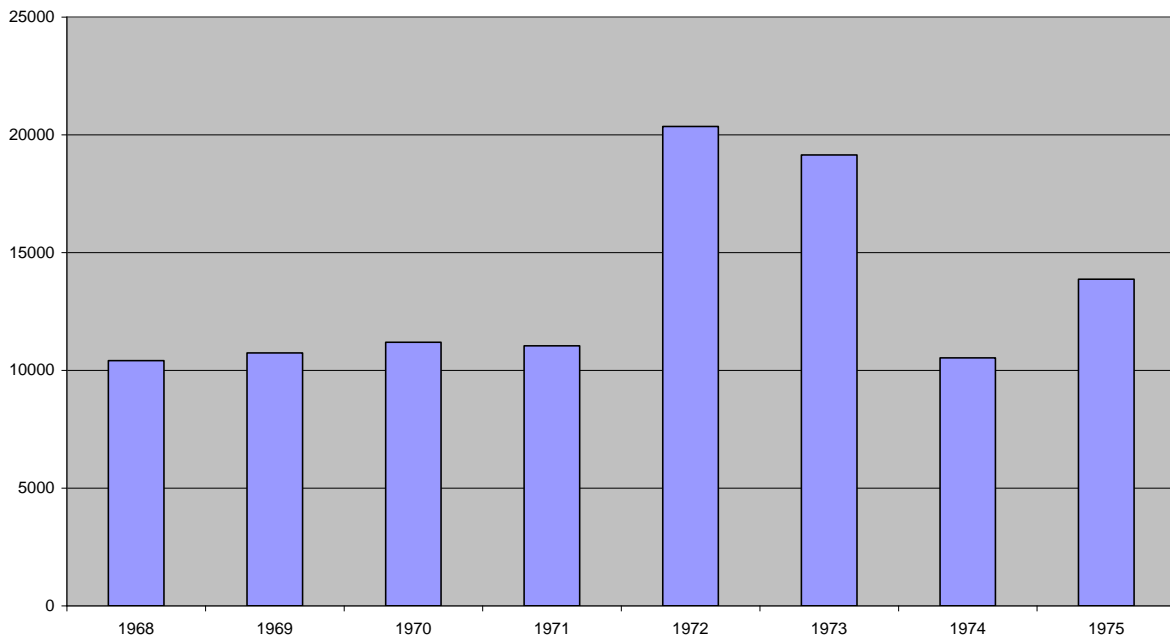
<sup>8</sup> Bron: [www.measuringworth.com](http://www.measuringworth.com). De gebruikte periode liep van 29 december 1967 tot 2 januari 1974. De beginstand van de S&P 500 index bedroeg 96,47, de eindstand 97,68. Voor de Dow Jones industrial index waren deze cijfers resp. 905,11 en 855,32.

<sup>9</sup> Bron: De Vries (1976), Tabel XV, p. 228. De stand van het indexcijfer (1970 = 100) bedroeg 99 in 1968 en 89 in 1974.

<sup>10</sup> Bron: zie voetnoot 1. In de periode van 31 december 1973 tot 4 januari 1982 steeg de S&P 500 van 97,55 naar 122,74 punten, De Dow ging in dezelfde periode van 850,86 naar 882,52 punten.

<sup>11</sup> Aad Jacobs, oud-directeur beleggingen van Nationale Nederlanden in het TV programma *Andere Tijden* van 15 oktober 2002 over de beurskrach van 1987.

Omzetten Amsterdamse effectenbeurs 1968-1975 in mln. guldens



*Figuur 2.1: Omzetten op de Amsterdamse Effectenbeurs in miljoenen guldens. Bron: De Vries (1976: 227. Het betreft hier de effectieve omzet in alle categorieën aandelen.*

In Nederland is op dat moment de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) verantwoordelijk voor de aandelenhandel op de Amsterdamse effectenbeurs. Tot haar leden behoren commissionairs/ effectenmakelaars, banken en hoeklieden; partijen met verschillende belangen die echter wel allemaal te maken krijgen met de dalende opbrengsten uit effectentransacties. De marges van de beleggingsafdelingen van de grote banken staan zelfs in dergelijke mate onder druk, dat er nauwelijks winst gemaakt wordt op effectentransacties. Ook aan de vraagkant werd de malaise duidelijk gevoeld door banken, institutionele beleggers en beurshandelaren. Verschillende banken en verzekeraars overwogen zo zelfs helemaal met de handel in aandelen te stoppen.<sup>12</sup> De voorzitter van de VvdE, J. Ph. Korthals Altes, meldt in de ledenvergadering van 1976 dan ook, dat “de rentabiliteit van het vak velen met zorg vervult.”<sup>13</sup> Vooral voor commissionairs en hoeklieden, voor wie de effectenhandel de belangrijkste bron van inkomsten is, is het oppikken van de handel een kwestie van economisch overleven. Dit betekende, dat de handel dringend een nieuwe impuls nodig had.

In diezelfde periode is er in de Verenigde Staten niet alleen sprake van een tegenvallende aandelenmarkt. Ook de goederentermijnmarkten maken een flauwe periode door, en ook binnen deze kringen wordt gezocht naar een nieuw initiatief. In Chicago mondt dit uiteindelijk uit in de vestiging van de eerste optiebeurs ter wereld. De plaatsvervangend voorzitter van deze nieuwe beurs (de CBOE), Edward O'Connor, vat de gedachtegang later in *NRC Handelsblad* kort en bondig samen: “De

<sup>12</sup> *Andere tijden* van 15 oktober 2002; gesprek met C. Kroeze; interview met B.F. van Ittersum.

<sup>13</sup> Korthals Altes in Jaarverslag Amsterdamse Effectenbeurs 1975, p. 18.

beurzen waren slap, de tijden waren slecht, er moest iets nieuws komen.”<sup>14</sup> Dit gold, zoals hierboven al aangegeven werd, niet alleen voor de Amerikaanse termijnmarkten. Terwijl de prikkel om te innoveren in Chicago vanuit de termijnmarkten (CBOT in het geval van de optiebeurs en de CMERC op het gebied van financiële termijnmarkten) kwam, waren het in Amsterdam vooral partijen verbonden aan de aandelenhandel die de eerste aanzet gaven tot het ontwikkelen van een nieuw initiatief in de vorm van een optiebeurs. Daarom is het niet verwonderlijk dat in eerste instantie de instituties, routines en technologische infrastructuur van de Amsterdamse aandelenbeurs het fundament en een bron van legitimatie voor de nieuw op te richten optiemarkt vormden. Al snel werd er voor de concrete realisatie van de optiehandel in Nederland echter gekeken naar een ander marktmodel, namelijk dat van de CBOE. Maar voor de toegang tot externe overlegstructuren en initiële contacten met regelgevende instanties en buitenlandse beurzen is de VvdE als institutie in het Nederlandse bestel vooral in het begin belangrijk als vormgevende actor.

In dit hoofdstuk zal gekeken worden naar de ontwikkeling van de optiebeurs als externe markt in de nationale- en internationale economische, politieke en culturele context. In eerste instantie zal dit voornamelijk een beschrijvend en historisch karakter hebben. In paragraaf twee wordt een beeld geschetst van de situatie waarin de Amsterdamse effectenhandel zich bevindt in het begin van de jaren zeventig. Daarbij wordt aandacht besteed aan de problemen waarmee effectenbeurzen in Europa zich geconfronteerd zien, en de wijze waarop in Amsterdam de komst van een optiebeurs voorgesteld wordt als een oplossing voor deze problemen. Er worden op datzelfde moment echter ook initiatieven vanuit de VS genomen om een optiehandel *à l'américaine* te vestigen in Europa. Voor de Amerikanen is Londen daarbij de meest voor de hand liggende locatie voor een degelijke markt, maar een aantal problemen bemoeilijken een snel begin van de handel aldaar. Hierdoor komt Amsterdam ook vanuit Amerikaans perspectief in beeld. Ook in Amsterdam bestaat er echter aanvankelijk enig verzet tegen de plannen, hetgeen in paragraaf 2.2 aan bod komt. In paragraaf 3 wordt de invloed van het marktmodel van de CBOE en de samenwerking tussen beide beurzen besproken. Daarbij komt ook de samenwerking met de diverse Europese beurzen aan bod, die een belangrijk onderdeel van het concept van de EOE vormde. De rol van de overheid komt ter sprake in paragraaf 4, waarbij vooral gekeken wordt naar de Nederlandse- en Amerikaanse autoriteiten. Aangezien er zonder beleggers geen beurs kan zijn, komt de definiëring van de EOE naar pers en publiek in de vijfde paragraaf aan bod. De eerste vastlegging van opties als beleggingsinstrumenten wordt in paragraaf 6 besproken. In de slotparagraaf zal geprobeerd worden een antwoord te vinden op de eerste groep probleemstellingen.

---

<sup>14</sup> NRC Handelsblad van 8 oktober 1977, fotocopie in NA, DNB, inv.nr. 11.977; verslag van de studiereis van de technische commissie optiezaken naar Chicago, 23 t/m 29 november 1975 in Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

## 2. Het begin

### 2.1 Een Aandelenoptiebeurs

De kwakkelende koersen en omzetten op de markt zijn ook voor 'De Vereniging' (zoals de VvdE intern bekend staat) zorgwekkend, en men besluit te onderzoeken of er mogelijkheden zijn om de handel uit te breiden en Amsterdam weer een prominente plaats als financieel centrum in Europa te verschaffen (Rietzschel 2000). In de jaren vijftig en zestig is de stad – na de terugval als gevolg van de Tweede Wereldoorlog – in staat haar positie als een internationaal financieel centrum weer enigszins terug te winnen. Vanuit Amsterdam wordt in 1957 bijvoorbeeld het initiatief (her)opgenomen om een internationale beurzensamenwerking tot stand te brengen (De Vries 1976: 235-237). In 1961 leidt dit tot de oprichting van de *Fédération Internationale des Bourses de Valeurs* (FIBV), die in 1974 een resolutie aanneemt waarin de aangesloten beursbesturen afspreken bij hun nationale overheden aan te dringen op het concentreren van de effectenhandel op de officiële beurzen. Hiervoor worden de volgende voordelen genoemd (De Vries 1976: 237):

1. De uitgevende instellingen alsook de beleggers zien hun belangen op de beste wijze beschermd door een gereguleerde handel;
2. de koersen komen tot stand op een vrije markt, waarbij voor alle beleggers dezelfde voorwaarden gelden en alle beleggers de meest gunstige prijs kunnen maken;
3. door de centralisatie ter beurze van koop- en verkooporders ontstaan voor de markt zowel ruimte als liquiditeit welke op andere wijze niet bereikbaar zijn;
4. ter beurze tot stand gekomen koersen van officieel genoteerde effecten worden algemeen aanvaard als grondslag voor diverse waarderingen;
5. de beurs stelt op eenvoudige wijze voortdurend gegevens van verschillende aard ter beschikking van beleggers, zoals koersen, koersverloop, omzetcijfers, alsook financiële gegevens over de genoteerde fondsen en over de ondernemingen en instellingen die deze fondsen hebben uitgegeven;
6. de handel ter beurze bevordert de spreiding van het aandelenbezit, terwijl tevens voor de uitgevende instellingen de mogelijkheden tot het doen van een beroep op beschikbare spaargelden wordt vergroot.

De tendens, waarin beurzen hun activiteitenbereik uitbreiden door er naar te streven om de handel in effecten zoveel mogelijk op de beursvloer te laten plaatsvinden, is in het begin van de jaren zeventig steeds duidelijker waarneembaar. We zagen al hoe goederen- en financiële termijncontracten in de Verenigde Staten gestandaardiseerd werden en als futures verhandeld werden op de CBOT en de CME. De FIBV brengt met haar resolutie niet alleen naar voren dat het verhandelen van gestandaardiseerde financiële instrumenten het domein van het beurswezen is, ze is ook in staat om dit onder de aandacht van de nationale overheden te brengen. Daarmee wordt een belangrijke stap gezet

in het proces van het vereenzelvigen van een ‘markt’ met een ‘beurs’. Tegenover het ondoorzichtige en ongrijpbare handelen tussen partijen onderling wordt de eenvoud en transparantie van de beurshandel geplaatst. Tegenover puur individuele belangen worden maatschappelijke belangen geplaatst: de standaardisatie van instrumenten, informatie en prijzen die door een beurshandel voorgebracht wordt, heeft volgens de resolutie maatschappelijke voordelen die groter zijn dan de belangen van de eigenlijke handelspartijen. Het aannemen van de resolutie geeft nog iets aan. Blijkbaar vinden de beurzen het noodzakelijk om de voordelen van de handel op een effectenbeurs te benadrukken ten opzichte van de partijen in het financiële veld. Men is zich er van bewust, dat alle nationale beursorganisaties zich met eenzelfde problematiek geconfronteerd zien. Korthals Altes noemt deze problemen expliciet in een toespraak die hij geeft vlak voor de opening van de optiebeurs: het handhaven van een voldoende aantal actieve en capabele handelaren op de vloer, de notering van een voldoende aantal aandelen en overige effecten, een voldoende groei van het aantal beleggers, en het handhaven van minimum heffingen in de vorm van commissies om beursleden in staat te stellen een aan de belegger dienstbare organisatie in stand te houden.<sup>15</sup>

Naast de successen die de FIBV zou kunnen boeken bij het beïnvloeden van de politieke beeldvorming ten aanzien van de beurshandel, is ook haar internationale karakter voor Amsterdam van intrinsieke waarde. De profilering als internationaal financieel centrum blijft belangrijk, en het Adviescollege van het bestuur van de VvdE, dat op 22 mei 1974 wordt ingesteld, heeft in haar eerste jaar van functioneren dan ook vooral oog voor de positie van de Amsterdamse beurs in internationaal verband.<sup>16</sup> Maar terwijl het bestuur en het college daarbij voornamelijk uitgaan van de plaats van de aandelenmarkt, blijft bij enkele leden van de vereniging het succes van de optiebeurs in Chicago niet onopgemerkt. Vooral bij commissionairshuis F. Bangert & Co. wordt al enige tijd gepleit voor een optiebeurs in Amsterdam. Men is zelf al bezig om de keuren (premie-affaires) enigszins te standaardiseren (bijvoorbeeld qua afloopdatum) en zo beter verhandelbaar te maken, maar de grote omzetten in Chicago geven de mogelijkheden van een echte beurs aan.<sup>17</sup> Jos Dreesens, die door velen gezien wordt als de man die de impuls heeft gegeven voor de optiehandel in Nederland (o.a. interview met U. Doornbos; interview met G. Okkema), werkt op dat moment bij Bangert & Co. Dreesens heeft veel belangstelling voor opties, en is ook één van de weinige Nederlanders die bekend is met het fenomeen. Hij doet ervaring op met de georganiseerde optiehandel door transacties uit te voeren op de CBOE, en geeft later (maar nog wel vóór de start van de optiebeurs) al een *Optiebericht* namens Bangert & Co. uit. Samen met zijn baas Jan Coen Bangert werkt hij een plan uit voor een optiebeurs in Amsterdam. Beiden wenden zich in september 1974 tot de VvdE met het verzoek om de mogelijkheden tot een Europese optiebeurs te onderzoeken.<sup>18</sup> Het verzoek gaat vergezeld van het

---

<sup>15</sup> Toespraak van Korthals Altes op het Financiële Telegraaf seminar *Option: international seminar on the occasion of the opening of the EOE in Amsterdam*, 14 maart 1978.

<sup>16</sup> Jaarverslag Amsterdamse Effectenbeurs 1975, p. 13.

<sup>17</sup> Interview met J. Dreesens.

<sup>18</sup> Frederick Bangert, voorwoord in Bangert & Co. (1978); interview met J. Dreesens.

uitgewerkte plan, dat een groot aantal elementen van het handelssysteem van de CBOE bevat. De Vereniging staat echter bekend als behoudend, als “een verzameling moeilijk benaderbare en nogal deftige heren.”<sup>19</sup>, en neemt de tijd voor het formuleren van een reactie op het plan. Bangert & Co. voelt de tijd echter dringen. De optiehandel in Chicago groeit snel, en men besluit om niet langer te wachten op de aarzelende VvdE. Een medewerker van Bangert licht de *Telegraaf* journalist Joop Nederstigt in dat er wellicht een interessant artikel te schrijven is over de mogelijkheid van een optiebeurs. Nederstigt praat met Jos Dreesens en met directeur J.C. Bangert zelf. In *De Telegraaf* van 18 maart 1975 wordt daarop een artikel gepubliceerd waarin de visie van Bangert ontvouwd wordt. Hij is “getroffen (...) door de enorme vlucht die de optiehandel in Amerika genomen heeft.” En meent: “Dat kan hier ook, mits de beurs nú haar kans grijpt. Ook London zit op het vinkentouw.”<sup>20</sup> In het *Algemeen Dagblad* laat hij wat later optekenen: “Onze gedachten gaan uit naar een EEG-optiebeurs bestemd voor de grote Europese fondsen (...). Het zou (...) een geheel aparte beurs moeten worden met een eigen verantwoordelijkheid en eigen strenge voorschriften tegen ongedekte speculatie alsmede een eigen clearing (...)”.<sup>21</sup> Een dergelijke actie is in de gesloten beurskringen ongehoord en leidt ook tot nogal wat commotie. Op 3 april wordt in de bestuursvergadering gesproken over de volgens Korthals Altes “lichtelijk overtrokken” berichtgeving in de pers. Bestuurslid Koenings vindt het “niet onbedenkkelijk” dat “leden de pers voor hun karretje spannen indien zij bij de Vereniging niet onmiddellijk hun zin krijgen.” Voorzitter Korthals Altes spreekt weliswaar van een “wat ongelukkige actie”, maar een kleine groep binnen de VvdE heeft dan al aangehaakt bij de voorstellen van Bangert en Dreesens.<sup>22</sup> Al een maand later, op 1 mei 1975, besluit het bestuur tot het instellen van een “commissie *ad hoc* tot onderzoek van de mogelijkheid en wenselijkheid van een optiemarkt voor Nederlandse en andere Europese waarden te Amsterdam”.<sup>23</sup> Een dergelijke optiemarkt zou een welkome impuls voor de handel zijn én bovendien de positie van Amsterdam als financieel centrum versterken, zo wordt geredeneerd.

Er bestaan onder de leden van de VvdE al langer goede contacten met handelspartijen in de Verenigde Staten. Dit geldt ook voor één van de secretarissen van de VvdE (en de secretaris van de commissie), L.W.G. Scholten. Scholten is sinds 1964 in dienst van de VvdE en heeft een uitgebreid internationaal netwerk opgebouwd, waarbij hij behalve in de VS ook waardevolle contacten heeft gelegd in Duitsland en Frankrijk. Hij is verder goed bekend met de nieuwe structuur van de effectenbeurs zoals die voortgekomen is uit de toepassing van administratieve innovaties op het gebied van fondsbeheer en effectenclearing. Als secretaris van diverse projectcommissies en directielid van het Centrum voor

---

<sup>19</sup> Interview met J. Nederstigt.

<sup>20</sup> *De Telegraaf* van 18 maart 1975, aangetroffen in Archief Stichting VvdE/beursarchief, dossier 3141A, *Optiebeurs 1975-1978*.

<sup>21</sup> *Algemeen Dagblad* van 29 maart 1975, aangetroffen in Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>22</sup> Citaten uit het verslag van de bestuursvergadering van de VvdE van 3 april 1975. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B.

<sup>23</sup> Jaarverslag Amsterdamse Effectenbeurs 1975, p. 15. In het nu volgende zal naar deze commissie *ad hoc* verwezen worden als ‘de commissie’.

Fondsenadministratie (CF) is hij nauw betrokken geweest bij het ontstaan van deze ontwikkelingen. Naast Scholten is binnen de VvdE vooral voorzitter Korthals Altes overtuigd van het nut van een optiebeurs. Hij is op dat moment ongeveer 2 jaar (sinds februari 1973) voorzitter van de VvdE, na tien jaar als bestuurslid actief te zijn geweest (Bank- en Effectenbedrijf 1981: 324). Zijn achtergrond ligt vooral in de goederentermijnhandel, hetgeen zijn affiniteit met de plannen voor de nieuwe beurs gedeeltelijk kan verklaren. De voorzitter ziet in de optiebeurs een middel om de interesse in aandelen en de aandelenhandel nieuw leven in te blazen (interview met B.F. van Ittersum). Korthals Altes en Scholten ontwikkelen zich (Korthals Altes binnen de structuren van de VvdE en Scholten binnen de diverse optiecommissies) in deze beginperiode steeds meer als de drijvende kracht achter de ontwikkeling van de optiehandel in Nederland.<sup>24</sup> Korthals Altes motiveert dit later door opties te presenteren als “uitbreiding van het pakket beleggingsmogelijkheden en de daarmee samenhangende verbreiding van de activiteiten van de leden van alle Europese- en ook Amerikaanse beurzen.” De optiehandel zal een “welkome verlevendiging van de handel in originele waarden veroorzaken.”<sup>25</sup> Andere (bestuurs)leden van de VvdE zijn minder enthousiast en zien later de groeiende bedragen die in het project ‘optiebeurs’ gestopt worden met steeds meer zorgen aan. Het begin van een tweedeling wordt langzaam aan zichtbaar: “mensen die erin geloofden en die uiteindelijk naar de optiebeurs zijn gegaan, en anderen die er een aversie tegen hadden en vonden dat het teveel geld kostte.”<sup>26</sup> Het geld kwam daarbij vandaan uit een reserve, die sinds 1966 opgebouwd werd uit een extra bijdrage van de leden over de in rekening gebrachte provisie. Het op die manier geaccumuleerde bedrag zou moeten dienen “ter financiering van de technische modernisering en het naar buiten treden, zowel nationaal als internationaal (...) opdat de effectenbeurs haar dienende publieke functie in ons economisch bestel kan blijven vervullen.”<sup>27</sup> Scholten vertelt hierover (interview met L. Scholten):

“We spraken van het kwartje van Uhlenbroek, een opslag die op de provisies werd gelegd en praktisch altijd gebruikt voor bijzondere dingen waar de beurs mee bezig was. Het was het idee van Uhlenbroek [bestuurslid van de VvdE van 1960 tot en met 1971] en de kracht van Van Marken [de voorzitter van de VvdE van 1961 tot en met 1973] geweest om dat door te zetten en vast te houden (...) Het was een heleboel geld, dat naar een bepaalde pot ging.”

Tegelijkertijd wordt in de Verenigde Staten gekeken naar de mogelijkheden om het operatiegebied van de optiehandel uit te breiden. Er blijken in een vroeg stadium ook buitenlandse beleggers aan de optiebeurs in Chicago in opties te beleggen. Zo voert het Nederlandse Robeco in oktober 1974 voor het eerst een optietransactie uit door call-opties op IBM te schrijven. Commissionairs zoals Bangert &

---

<sup>24</sup> Scholten, aangehaald in Walstra (1996); Brouwer, idem; interviews met U. Doornbos en L. Scholten.

<sup>25</sup> Beide citaten uit de toespraak van Korthals Altes bij de opening van de EOE, uitgesproken op 4 april 1978. Ten overstaan van de bedrijfsleden van de VvdE zegt hij op 10 augustus 1977: “Het bestuur van de VvdE [acht] een goed georganiseerde en actieve optiemarkt in Amsterdam van groot belang voor de leden van de VvdE.” Bijeenkomst van VvdE met bestuur Stichting EOE, Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>26</sup> De Marez Oyens, aangehaald in Walstra (1996). De discussie over de kosten van het optieproject komt aan bod in hoofdstuk 4.

<sup>27</sup> Vergadering van de VvdE, 9 augustus 1966. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

Co. doen in Chicago de eerste ervaringen op met de optiehandel, en in datzelfde jaar geeft de CBOE bijvoorbeeld een Duitstalige folder uit om Europese beleggers te informeren over de mogelijkheden van de optiehandel.<sup>28</sup> Beleggers kunnen ook bij verschillende Amerikaanse brokers met vestigingen in Amsterdam terecht voor optietransacties.<sup>29</sup> Maar de ambities beperken zich niet tot het aantrekken van buitenlandse beleggers. Ook de vergroting van het aantal handelslocaties wordt actief nagestreefd. Nadat in eerste instantie de optiehandel vanuit Chicago vooral uitgebreid werd over het Amerikaanse continent (en er beurzen werden geopend in San Francisco en Philadelphia in de VS, en in Toronto en Montreal in Canada), wordt er nu ook gekeken naar Azië en Europa. Met name het feit, dat op beurzen op deze continenten gehandeld kan worden wanneer hun Amerikaanse tegenhangers nog niet geopend zijn, is een aantrekkelijk gegeven. Op deze manier kan namelijk vrijwel continu en wereldwijd handel plaatsvinden in opties op aandelen van Amerikaanse bedrijven. In Genève is daarom de *Study Group for the Establishment of CBOE/Europe* gevestigd die de mogelijkheden van een Europese optiemarkt (die nauw gelieerd zou moeten zijn aan de CBOE) moet bestuderen. De twee voornaamste leden van de *Study Group*, Warren D. Manshel (een broker uit New York) en de Geneefse broker Cecil Altmann, zoeken in eerste instantie contact met de *London Stock Exchange*. Londen heeft zich in de jaren zestig ontwikkeld tot een belangrijk internationaal financieel centrum, vooral door de groei van de Eurodollar markt in die periode (Williamson 2004; Cassis 2006: 219-228). Deze markt trekt veel buitenlandse banken aan, en groeit ook in de jaren zeventig snel door. Zo hebben in 1970 nog slechts 159 buitenlandse banken een vestiging in Londen; in 1975 zijn dit er al 243.<sup>30</sup> Het liberale toezichtsregime van *The Bank of England*, dat voornamelijk op informele leest gestoeld is, gecombineerd met een relatief bekend en vertrouwd wettelijk systeem en een goede financiële infrastructuur maken van Londen voor Amerikaanse banken “*a very warm place for doing business.*”<sup>31</sup> Hoewel brokers en *jobbers* (de *market makers* binnen het handelssysteem van de Londense beurs) veel belangstelling hebben voor een optiemarkt, en ook de *Council of the Stock Exchange* in principe akkoord gaat met het opzetten van een dergelijke markt, blijkt het politieke klimaat in Londen in het begin van de jaren zeventig niet meer zo gunstig te zijn. Onrust op het valutavlak is daar een voorbeeld van. De devaluatie van het Pond Sterling in 1967 was reeds een ingrijpende gebeurtenis voor het beeld van Londen als financieel centrum, zowel in de ogen van het buitenland als voor de *city* zelf. Daarnaast koppelde het Verenigd Koninkrijk (vooruitlopend op het officiële lidmaatschap van de EEG in 1973) in mei 1972 het Pond aan de koersen van de valuta van de oorspronkelijke zes lidstaten in de zogenaamde ‘slang’. Dit was echter van zeer korte duur, want in juni van datzelfde jaar verlaat

---

<sup>28</sup> E. Brouwer, *Options as employed by institutional investors*, toespraak uitgesproken op het Financiële Telegraaf seminar *Option: international seminar on the occasion of the opening of the EOE in Amsterdam*, 14 maart 1978; Interview met J. Dreesens; Folder van de CBOE getiteld *Optionen – Ein Wegweiser zum Verständnis des Optionshandels*, 1974.

<sup>29</sup> ‘Zo werkt een optie’, *Algemeen Dagblad* van 18 augustus 1976; J. Dreesens in Beutick (2008).

<sup>30</sup> Cijfers komen uit Cassis (2006), p. 224. Het betrof hier vooral Amerikaanse banken. Vergelijkbare aantallen worden genoemd in Roberts (2002), p. 14.

<sup>31</sup> De *chairman of the board* van Chase Manhattan, geciteerd in Roberts (2002), p. 14.



het VK het systeem weer (Van der Wee 1986). Daarenboven is het land ook nog verwickeld in één van de grootste bankcrises van haar moderne geschiedenis, die bekend zal komen te staan als de *secondary banking crisis*. De *Bank of England* moet ingrijpen om te voorkomen dat grote verliezen op de leningenportefeuille van enkele (kleinere) banken uitgroeit tot een nationale financiële crisis. Haar bevoegdheden tot supervisie van banken worden na deze gebeurtenissen uitgebreid en geformaliseerd (Lütz 2000; Ojo 2005).

Vooraf de regels van de Londense beurs zelf vormen echter een belemmering voor het inrichten van een optiebeurs (Michie 2001). Hoewel een speciale commissie in een in 1973 uitgebracht rapport als één van de strategische doelen van de *Stock Exchange* het uitbouwen van de beurs tot de grootste en meest efficiënte van Europa aanduidt, verzanden de ambities veelal in het trage besluitvormingsproces en de belangentegenstellingen tussen de leden. Ieder besluit moet namelijk door een meerderheid van de leden (die allen één stem hebben, ongeacht hun grootte) goedgekeurd worden, en ieder besluit dat tegen het eigenbelang in zou kunnen gaan wordt afgeweerd. De beoogde internationale expansie komt dan ook niet van de grond, en zo is het voor buitenlandse bedrijven ook anno 1975 nog steeds niet mogelijk om lid te zijn van de *Stock Exchange*. Een lid van de Amsterdamse commissie heeft in juli 1975 een onderhoud met Manshel en Altmann en kan optekenen dat beiden “mateloos teleurgesteld en geërgerd waren over de vertraging die te Londen werd ondervonden.”<sup>32</sup> Bovendien blijkt, dat beide brokers op de hoogte zijn van het bestaan van de VvdE-commissie, en ook dat ze reeds informatie ingewonnen hebben over de situatie in Nederland via Bank Mees & Hope. Scholten noteert dan ook, dat het wenselijk is om een gesprek te organiseren tussen Manshel en Altmann en de commissie over het inrichten van een optiemarkt, omdat “deze waarschijnlijk op veel kortere termijn te realiseren zal zijn dan in Londen.” De beide brokers willen echter Londen niet geheel afschrijven, en stellen een constructie voor met twee handelsvloeren (één in Londen en een andere in Amsterdam), verbonden door een gezamenlijk clearingsysteem. Hierin ziet de schrijver van het verslag geen bezwaar.

Integendeel, het biedt een extra veiligheidsnet: als de handel in Amsterdam tegen zou vallen (hetgeen volgens hem echter niet waarschijnlijk is “gezien de belangstelling van de Nederlandse beursleden”), kan er nog altijd worden uitgeweken naar Londen. Bovendien constateert hij: “[i]n Nederland zal het politiek gezien waarschijnlijk ook een beter verkoopbare zaak zijn indien een optiemarkt in de vorm van een joint-venture wordt opgezet.” Ook in Londen wordt een dergelijke opzet gesteund, zij het om heel andere redenen. De monetaire autoriteiten in Groot-Brittannië, die (anders dan in Nederland) historisch gezien toch al geen al te groot belang hechtten aan de belangen en mening van de *Stock Exchange* (Williamson 2004: 12), hebben nog altijd bedenkingen over een optiemarkt op Britse bodem. Aangezien *The Bank of England* door de verschillende crises nog alerter is geworden, staat ze

---

<sup>32</sup> Verslag van de bijeenkomst van L. Scholten met Manshel en Altman in Genève op 23 juli 1975, gedateerd 29 juli 1975; Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A. Het verslag meldt dat ‘ondergetekende’ een onderhoud had met beide brokers. Het gaat hier om Scholten, die het eerste contact met Manshel en Altman op zijn vakantie in Zwitserland kon leggen. Interview met L. Scholten; notitie van de Commissie van Gedelegeerden van 2 september 1975, Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

sceptisch tegenover de optieplannen van de *Stock Exchange*. Ze waarschuwt het bestuur, dat een optiebeurs als zeer speculatief gezien wordt en zelfs als een bedreiging voor de stabiliteit van het financiële systeem opgevat wordt (Michie 2001: 529). Indien de *Council* toch doorgaat met de plannen om met een optiebeurs in Londen te starten, zal dit de creatie van een toezichtorgaan (in de vorm van een *Stock Exchange Commission* [S.E.C.], niet te verwarren met de Amerikaanse *Securities and Exchange Commission*) bespoedigen (Kynaston 2001: 575). Voor Londen is de afweging daarom voor een belangrijk deel een politieke: doorgaan met een optiebeurs en daarmee waarschijnlijk een einde maken aan het regime van zelfregulatie, of meewerken aan een optiebeurs in een ander financieel centrum. Het is duidelijk naar welke kant de balans uitslaat, getuige het volgende citaat: “*The continuation of self-regulation over our traditional business is more important than securing an European options market in London.*” De conclusie is duidelijk:

“(.) *a joint venture in some other European center, whether it be Paris, Amsterdam or Luxembourg, is well worth pursuing. If we cannot, for political reasons, have the whole cake in London, let us at least have half overseas.*”<sup>33</sup>

Bovendien kan het bestuur niet instemmen met het lidmaatschap van de nieuwe optiebeurs van bedrijven en personen die geen lid zijn van de *Stock Exchange*. Dit betekent dat, zoals hierboven reeds vermeld werd, dat niet-Britten automatisch uitgesloten zouden zijn van participatie aan een dergelijke markt (Kynaston 2001: 575). De weg ligt op deze manier open voor een samenwerking met een andere beurs op het Europese continent.

## 2.2 *Casino's en banken*

Op 2 september 1975 komt het beoogde contact tussen de voltallige Nederlandse commissie en Manshel en Altmann tot stand. Ook in dit overleg komen de ‘politieke moeilijkheden’ in Londen weer ter sprake, en passeren tevens de andere mogelijke locaties voor een optiebeurs de revue: Luxemburgse banken staan erg positief tegenover de mogelijkheid van een optiebeurs, maar een probleem is dat de aldaar opererende banken veelal nevenvestigingen zijn van buitenlandse banken. De hoofdkantoren van deze banken zijn niet enthousiast over de plannen van hun lokale afdelingen. In Parijs bestaat daarentegen al sinds 1965 een soort rudimentaire optiehandel, maar deze is omslachtig georganiseerd en de verhandelbaarheid van de contracten is nihil. In Amsterdam wordt in principe wel aan de vereisten voor een levensvatbare optiemarkt voldaan: genoeg handelsvolume op de aandelenmarkt en een voldoende ontwikkeld orderafhandelingsstelsel. Commissielid Van der Slikke vraagt daarbij om een ‘eerste keus-positie’ voor Amsterdam, maar hierop reageren de Amerikanen terughoudend; een concurrentiestrijd tussen Londen en Amsterdam is zeker niet in het belang van de beurs van Chicago. Toch blijven vanuit Amsterdams oogpunt de ontwikkelingen in Londen een ijkpunt voor de eigen progressie en wordt, ook in de periode van samenwerking, de

---

<sup>33</sup> Beide citaten uit LSE Council, 29 juli 1975, aangehaald in Michie (2001), p. 529.

onderhandelingspositie ten opzichte van Londen nauwlettend in de gaten gehouden. Zo ontstaat er een enigszins paradoxale strategie: enerzijds wordt ten opzichte van de CBOE de samenwerking met Londen benadrukt en presenteren de partijen zich als een eensgezind front, anderzijds blijft een exclusieve positie voor Amsterdam aantrekkelijk en wil men bovendien voorkomen dat de CBOE met andere Europese beurzen gaat overleggen.<sup>34</sup> Deels is deze Januskoppige strategie waarschijnlijk ook terug te voeren op de posities van de verschillende actoren binnen het veld van de effectenhandel in Nederland. De samenstelling van de commissie is een afspiegeling van dit veld, met vertegenwoordigers van de banken, commissarissen en hoeklieden. Commissieleden zoals Van der Slikke (ABN) benadrukken meerdere malen het belang van een exclusieve status voor Amsterdam, zeker totdat de aanloopkosten zijn terugverdiend.<sup>35</sup> Deze aandacht voor het kostenaspect van het project geeft een indicatie van de ambivalente houding van de banken, en geeft in ieder geval weer dat de commissie voortdurend rekening moet houden met de heersende verhoudingen en de gevoelens bij de achterban. Vooral het idee om particuliere beleggers te interesseren voor de optiehandel roept bij de grote banken weerstand op. Ten eerste betekent dit namelijk vaak een groot aantal kleine orders die relatief weinig opbrengen en veel kosten. De banken zijn op dat moment juist bezig om particulieren te bewegen hun portefeuilles met kleine aantallen verschillende fondsen op te geven, en te gaan beleggen in beleggingsfondsen van hun bank.<sup>36</sup> Op de jaardag van het Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenwezen (NIBE) die in 1975 plaatsvindt onder de titel ‘Effectenbedrijf, beleggingsfondsen en belegger’ staat de rentabiliteit van het effectenbedrijf volop in de belangstelling. De kleine belegger wordt daarbij vooral door de banken als hoofdschuldige aangewezen voor de als onvoldoende groot geachte winstgevendheid.<sup>37</sup> Onder de bankiers circuleert het cijfer van Hfl. 10.000,-: effectenorders beneden dit bedrag zouden per definitie verliesgevend zijn. Om kleine beleggers te bewegen om over te stappen naar professioneel beheerde fondsen (waar “op de duur niet aan is te ontkomen”) worden onder andere een drastische verhoging van de minimumtarieven en een verhoging van het bewaarloon voorgesteld.<sup>38</sup> Een tweede reden voor de banken om een afwachtende houding aan te nemen is, dat ook in dit prille stadium al duidelijk wordt dat er een omvangrijke investering gedaan zal moeten worden om de optiebeurs überhaupt ‘geschikt’ te maken voor de kleine beleggers. Niet alleen zullen toezichthouders naar alle waarschijnlijkheid extra garanties verlangen om de belangen van particuliere beleggers te beschermen, maar deze groep zal ook ingewijd moeten worden in de esoterische instrumenten die opties op dat moment zeker nog zijn. Dit vereist op haar beurt weer een intensieve (en kostbare) voorlichtings- en educatiecampagne, die bovendien

---

<sup>34</sup> Verslag van de vergadering van de commissie voor optiezaken van 10 maart 1976; Verslag van het werkbezoek van de commissie aan Chicago, 4 t/m 6 april 1976. Beiden uit Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>35</sup> Verslag van de vergadering van de commissie voor optiezaken van 20 januari 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>36</sup> Interview met J. Dreesens; Interview met B.F. van Ittersum.

<sup>37</sup> Pottelijker (1975). Deze ‘pottelijker’ (een synoniem) vervolgt enigszins cynisch verder, dat beleggingsfondsen de banken zullen verlossen van “de kleine beleggertjes en hun amateurisme.”

<sup>38</sup> Beurs en Effectenbedrijf (1975), p. 175. Het citaat is van E.L. Vervuurt (Beurs en Effectenbedrijf 1975: 178).

voorafgegaan dient te worden door het opleiden van het eigen personeel op de effectenafdelingen van de (vele) bankkantoren. Dat is nog niet alles. Centraal moet ook een administratief systeem voor de orderverwerking en –afhandeling (de zogenaamde *back office*) opgezet worden, dat aan moet sluiten bij de in veel opzichten vernieuwende technologie van de optiehandel (zie hoofdstuk 3).

Naast deze instrumenteel-rationele argumenten speelt ook een culturele factor een rol. Het zwaard van Damocles dat in de conceptieperiode geruime tijd boven de optiebeurs bleef hangen, en dat in eerdere pogingen om een dergelijke markt te beginnen ook daadwerkelijk gevallen was, werd ongetwijfeld gevormd door de associatie van opties met gokken. Ondanks het feit, dat in Amsterdam in de 18<sup>e</sup>- en 19<sup>e</sup> eeuw één van de meest gesofisticeerde financiële markten van de wereld gevestigd was, kwam een markt in gestandaardiseerde opties in die periode nooit tot bloei. Dit heeft wellicht te maken met een soort van ‘nationaal trauma’ opgelopen tijdens de handel in tulpenopties in de 17<sup>e</sup> eeuw. De termen van ‘windhandel’, speculatie en gokken waren sinds die tijd gekoppeld aan opties, en werden ook in de twintigste eeuw weer opnieuw onderdeel van het discours. Hoewel de associatie tussen opties en gokken in de jaren zeventig al enigszins onder druk komt te staan en onderwerp is van een herdefiniëring, is een dergelijke connectie bij diverse actoren nog overduidelijk onderdeel van hun morele huishouding, of, beter gezegd, hun habitus. ‘Habitus’ is een concept dat de socioloog Pierre Bourdieu geïntroduceerd heeft om te beschrijven hoe actoren de omgeving van het veld waarin ze opereren internaliseren. Het geeft de schema’s weer, waarin gedachten, waarnemingen, evaluaties en dadendrang zijn ingebed (De Jong 1997: 327). Deze schema’s zou men in verband met de denkbeelden over beleggen bijvoorbeeld aan kunnen treffen bij het ideaaltype van de ‘traditionele bankier’, die een opvatting van zijn rol binnen het financiële systeem huldigt die ver verwijderd is van “het casino van een optiebeurs.”<sup>39</sup> Het proces, waarin het concept van ‘verantwoord beleggen’ onderwerp is van een veranderende interpretatie, is dan echter al volop aan de gang. Vanuit de financieel-economische wetenschap doen nieuwe inzichten over de verhouding tussen risico en rendement in de moderne portefeuille theorie van Harry Markowitz en William Sharp hun intrede in de beleggingswereld. Risico wordt gekwantificeerd door de covariantie te berekenen van een aandeel of beleggingsportefeuille met de marktportefeuille, die alle activa bevat. Het ‘opzoeken van risico’ hoeft niet langer uitgelegd te worden als ‘gokken’: een belegger heeft een bepaalde risicotolerantie en accepteert dat een hoger verwacht rendement gepaard gaat met een hoger risico. Dit opent de mogelijkheid voor het maken van een onderscheid tussen ‘gokken’ en ‘speculeren’. In het alledaagse taalgebruik worden deze begrippen vaak als synoniemen gebruikt, maar in de financieringstheorie werd nu juist een onderscheid gemaakt naar hun economische gevolgen. ‘Gokken’ heeft daarbij geen economische consequenties: er wordt gewoon geld overgemaakt van een verliezende partij naar een winnende partij. ‘Speculeren’ daarentegen wordt wel als van economisch nut gezien: de speculant

---

<sup>39</sup> Zoals een vooraanstaand bankier van een grote bank de plannen voor de EOE betitelde ten opzichte van J. Nederstigt (interview met J. Nederstigt). Van Berkel (2008) herinnert zich: “Ik zie nog de klassieke bankiers bij de opening van de Optiebeurs in 1978. Op hun gezicht stond afgrijzen over dit casino.”

heeft een andere opvatting van de situatie dan de marktconsensus, en handelt naar deze opvatting, daarmee bijdragend tot de efficiëntie van de markt (Brenner 1990: 91). Met betrekking tot de definitie van risico kunnen beide begrippen ook ingepast worden. Gokken creëert risico's, terwijl bij speculatie reeds bestaande risico's juist gespreid zouden worden. En in deze laatste opvatting passen opties als risicobeperkende instrumenten (Brealey 1976).<sup>40</sup>

Deze nieuwe, wetenschappelijk gelegitimeerde inzichten geven de voorvechters van een optiebeurs (en van financiële termijnmarkten) een belangrijk argument in handen om de introductie van nieuwe instrumenten te legitimeren. Er kan bijvoorbeeld een koppeling plaatsvinden met de ontwikkeling van de goederentermijnmarkt, die op dat moment inmiddels gezien wordt als een instituut voor de dekking van handelsrisico's. De commissie geeft dan ook aan dat "[e]n 'optionmarket' [sic] (...) weliswaar niet geheel te vergelijken [is] met een goederentermijnmarkt (...), maar wel van belang is het karakter van een 'hedgemarket'."<sup>41</sup>

Er zijn echter ook banken die wel vanaf het begin achter de optiebeurs staan. Hiertoe behoren de NMB (Nederlandsche MiddenstandsBank), Rabobank en Piersons. De NMB neemt in het veld van de financiële sector een wat unieke positie in als 'kleinste van de grootbanken'. De raad van bestuur van de bank is zich ook terdege bewust van haar positie ten opzichte van de grotere banken zoals de ABN en AMRO-bank.<sup>42</sup> De optiebeurs biedt de NMB, maar ook een bank zoals de Rabobank, een mogelijkheid om de positie in het effectenbedrijf te versterken. Het aandeel van deze banken in de beleggingsmarkt is klein in vergelijking met dat van een reus als de AMRO-bank (interview met J. Nederstigt; interview met G. Okkema). Een gedeelte van de enthousiaste opstelling ten opzichte van de optiebeurs als een nieuwe mogelijkheid tot positionering kan hierdoor verklaard worden. Door de sterke morele lading van het hele idee van opties, die ook nog eens verhandeld gaan worden in de openheid van een beurs, is het echter ook waarschijnlijk dat de persoonlijke kenmerken van de mensen die de effectenafdelingen bevolkten, en dan vooral hun persoonlijke opvattingen over de optiehandel, een grote rol hebben gespeeld.<sup>43</sup> Deze opvattingen kunnen zoals gezegd te maken hebben gehad met de eerder genoemde interpretatie van de rol van bankier, of vanuit meer cultureel-economisch oogpunt, met het imago van de bank in de financiële sector (Amin en Thrift 2007: 148). In ieder geval

---

<sup>40</sup> Vergadering van de EOE-coordinating Committee van 6 december 1976; Brealey (1976) is een rapport dat vervaardigd werd ter ondersteuning van de besluitvorming voor een optiemarkt in Londen (zie paragraaf 3). In de vergadering van de EOE-coordinating Committee wordt ook verwezen naar een aanstaand rapport van economen van de SEC, die op dat moment een rapport over de invloed van de optiehandel op de aandelenmarkt voorbereidden. Volgens het Committee zou dit een belangrijk document zijn om het verschil tussen gokken en speculeren te benadrukken. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>41</sup> Vergadering van de commissie van 22 mei 1975. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>42</sup> Dit thema komt meerdere malen terug in de verslagen van bestuursvergaderingen. Archief ING, Bestuursvergaderingen 1976-1987.

<sup>43</sup> Dit wordt in ieder geval expliciet genoemd door J. Dreesens en L. Scholten (interview met J. Dreesens; interview met L. Scholten).

was de Middenstandsbank als enige bank geheel klaar met de voorbereidingen toen de optiebeurs in april 1978 van start ging.<sup>44</sup> Scholten vertelt (interview met L. Scholten):

“[Bij] de Middenstandsbank zaten een aantal lieden op sleutelpunten die bereid waren mee te werken. Dat was niet alleen tweede echelon en derde echelon, maar daar zaten er ook twee bij die in de raad van bestuur zaten (...). En die waren zelfs zo enthousiast dat als je bij wijze van spreken naar een concert ging en je kwam in de pauze één van de bestuursleden tegen, dan was het eerste waar ze over begonnen die optiebeurs.”

G. Okkema werkt op dat moment bij de NMB als assistent van de directie effectenbedrijf en maakt de voorbereidingen van de bank van nabij mee (interview met G. Okkema):

“(...) wat voor de NMB gold, gold ook voor de Rabobank. Die twee hadden, als het gaat om effectenhandel, nauwelijks marktaandeel. Die twee banken zagen allebei hun kans schoon om met die optiehandel daar een flinke plaats te verwerven. Je moet je voorstellen, er waren vier banken die op effectengebied de grote partijen waren. Dat [waren] AMRO, ABN, Pierson en Mees & Hope. (...) de rest die bungelde [er aan], met name die twee banken, die toch voor die tijd in de markt op zich als bank niet klein waren. Dus het was de kans om je te profileren en tot op het hoogste niveau, ook bij de raad van bestuur, zag men dit als een speerpunt. Daar werd gewoon capaciteit voor vrijgemaakt, geld voor vrijgemaakt om te zorgen dat wij als bank daar een belangrijke rol gingen spelen. (...) En je ziet ook, dat in het begin, de omzet, voor zover die er was, kwam van die twee partijen af.”

Dat banken een belangrijke rol kunnen spelen bij het beslissingsproces heeft te maken met de vrij uitzonderlijke situatie dat banken in Nederland lid kunnen zijn van de aandelenbeurs. Deze situatie riep op gezette tijden weerstand op van de overige leden van de VvdE, vooral toen de concentratietendens in het bankwezen eind jaren zestig zijn voorlopige hoogtepunt bereikte (Brouwer 1969: 73-75). Hierdoor kwamen namelijk steeds meer kleinere bankiers en commissionairs buiten Amsterdam in handen van de banken, met als gevolg dat de commissionairs die in Amsterdam gevestigd waren steeds minder orders kregen. Bovendien kunnen vooral de grotere banken nu bestens-orders van klanten ‘compenseren’, waardoor veel orders de markt niet eens bereiken.<sup>45</sup> Ook na het afschaffen van het middenkoers-systeem blijft het lidmaatschap van de banken omstreden. De combinatie van het banklidmaatschap en de concentratie in een aantal grootbanken blijft voor andere leden problematisch. De ontwikkeling van de optiebeurs kan dan ook moeilijk niet in het licht van dit spanningsveld gezien worden, getuige ook de uitspraak van de voorzitter van de commissie

---

<sup>44</sup> In de notulen van de vergadering van de Raad van Bestuur van de NMB van 19 augustus 1977 staat te lezen: “Hr. Korthals Altes (Vereniging voor de Effectenhandel) heeft zijn respect betuigd voor de medewerking, die het effectenbedrijf van de NMB aan de voorbereiding van de EOE heeft verleend. Opgemerkt is, dat de NMB eigenlijk de enige bank is, die helemaal goed klaar is.” Archief ING.

<sup>45</sup> Deze praktijk bestond vooral vóór de afschaffing van de middenkoers op 30 januari 1967. Alle bestens-orders werden in dit systeem toegewezen op basis van een koers die precies tussen de hoogste- en laagste koers van die dag in lag. Banken, die voor het tot stand komen van deze koers koop- en verkooporders voor een gelijk aantal aandelen van een bepaald fonds ontvangen hadden, hoefden slechts te wachten op de middenkoersnotering om de orders ‘in elkaar te sluiten’ (Brouwer 1969: 244-250).

(Lemberger) in het *Algemeen Dagblad*, dat de nieuwe optiebeurs de mogelijkheid biedt om de grootmachten –de banken– te beteugelen.<sup>46</sup>

Maar ook de kleinere onafhankelijke commissionairshuizen zien hun positie aanvankelijk in gevaar komen door de plannen voor een optiebeurs. Altmann en Manshel sturen er namelijk op aan om het lidmaatschap van de beurs niet alleen open te laten staan voor plaatselijke commissionairs. Integendeel, zij beargumenteren dat door ook andere (Europese) partijen te interesseren hun monopolie, net zoals dat in Chicago gebeurde, doorbroken kan worden. Bovendien zullen Amerikaanse brokers volgens beiden in grote getale naar Amsterdam komen wanneer de markt en de clearingorganisatie worden ingericht volgens het CBOE-model. Daarnaast zou door de komst van de optiebeurs ook de handel in de al langer bestaande premieaffaires onder druk komen te staan. Eind jaren zestig is vooral commissionair Van Kollem & Zoon actief in deze instrumenten (Payne 1981; interview J. Dreesens). Het huis prijst deze handel in door haar uitgegeven Engels- en Franstalige folders zelfs aan als ‘The Amsterdam Option Market’ waarop geheel gehandeld wordt volgens de procedures van de VvdE.<sup>47</sup> Het bedrijf staat aanvankelijk zeer sceptisch tegenover een optiebeurs. Van Kollem nodigt *Telegraaf* journalist Joop Nederstigt zelfs bij hem thuis uit om de zinloosheid van een optiebeurs te beargumenteren en zo tegenwicht te bieden aan het momentum van de ontwikkelingen naar een gestandaardiseerde beurs.<sup>48</sup> Deze tegenstand is echter relatief gering en van korte duur, getuige het feit dat ook Van Kollem & Zoon al snel meewerkt aan de totstandkoming van een optiebeurs. Na de opening van de EOE blijft de markt voor de keuren nog wel bestaan, maar de omzetten vertonen vanaf dat moment een duidelijk dalende tendens (Payne 1981).

### **3. Het Chicago-model in Europa**

#### *3.1 Twee vloeren, één beurs*

De voorstellen voor een optiebeurs zoals die door Dreesens en Bangert ontwikkeld werden, en door sleutelfiguren als Korthals Altes en Scholten overgenomen werden binnen de structuur van de VvdE, riepen derhalve in het begin bij sommigen nogal wat weerstand op. De scheidslijnen liepen daarbij soms dwars door de “drie bloedgroepen” van de Vereniging door, maar veelal stonden ‘traditionele bankiers’ (en in mindere mate conservatievere commissionairs en hoeklieden) tegenover een kleinere groep vernieuwers, waarvan er een aantal zitting nam in de eerste commissie voor optiezaken. Nog in 1975 wordt besloten om de werkzaamheden van deze commissie te splitsen en een aparte technische onderzoekscommissie in te stellen. Deze diende zich vooral te richten op de interne structuur van de markt aan de hand van de routines en technologie zoals die in Chicago vigeren. Eind november van dat jaar wordt een eerste reis naar Chicago ondernomen. Het doel is om de werkwijze van de

---

<sup>46</sup> Lemberger in het *Algemeen Dagblad* van 15 oktober 1977. Nationaal Archief, De Nederlandsche Bank (1756) 1814-1980 (1995), inventarisnummer 11.977.

<sup>47</sup> Van Kollem & Zoon: ‘The Amsterdam Option Market’, december 1966.

<sup>48</sup> Interview met J. Nederstigt. Nederstigt vond de argumenten van Van Kollem weinig steekhoudend, en besloot om er geen artikel aan te wijden.

optiebeurs aldaar te bestuderen, zowel voor wat betreft de handelswijze als de clearingorganisatie. In dit en daarop volgende bezoeken wordt “wekenlang gepraat, veel contacten gelegd en, bovenal, veel geleerd.”<sup>49</sup> De bereidheid aan Amerikaanse zijde om behulpzaam te zijn bij het opzetten van een optiebeurs in Europa wordt als bemoedigend ervaren. Scholten ziet, naast de praktische voordelen en de genoemde buitenlandse politieke redenen, ook binnenlandse politieke gronden om de banden met de CBOE te versterken. Naar zijn mening kan het noemen van de beurs in Chicago in de gesprekken met het Ministerie van Financiën goed zijn voor de bereidwilligheid van de autoriteiten om mee te werken.<sup>50</sup> Bovendien heeft hij oog voor een nog ander aspect. De verbinding met Chicago kan helpen bij het ambitieuze project om van de Amsterdamse beurs een *Europese* optiebeurs te maken. Scholten wil namens de commissie de grote Europese beurzen (Zürich, Frankfurt, Brussel, Parijs, Luxemburg en Londen) gaan bezoeken, en daarbij de naam van de CBOE gebruiken als partner van Amsterdam. De samenwerking tussen de CBOE en de Amsterdamse beurs moet volgens hem “zo zichtbaar mogelijk zijn.” Zo ver wil de CBOE echter in dat stadium nog niet gaan. Joseph Sullivan, de *president* van de CBOE, wijst er uitdrukkelijk op, dat Scholten er bij moet vermelden dat de onderhandelingen nog altijd in volle gang zijn, en vooral gaan over meer technische zaken.<sup>51</sup>

Voor het ontwikkelen van de visie van een Europese optiemarkt gaat de commissie uit van de oorspronkelijke suggestie van Manshel en Altmann: één beurs met een handelsvloer in Amsterdam voor opties op continentale aandelen, en een handelsvloer in London voor de opties op Britse aandelen.<sup>52</sup> In diverse vergaderingen heeft de samenwerking met Londen ondertussen steeds meer vorm gekregen. Er zijn verschillende werkgroepen gevormd die de problemen op het gebied van valuta en lidmaatschap van de beurs moeten onderzoeken en oplossen. Op deze manier wordt een beurs voorzien die een “*truly European partnership*” zal worden.<sup>53</sup> Om de visie vorm te geven wordt er een *Coordinating Committee* opgericht, dat gaat dienen als overlegorgaan voor vertegenwoordigers van Europese effectenbeurzen. Afgevaardigden van Britse, Duitse en Franse beurzen nemen deel aan het overleg, waarbij (vanuit Nederlandse hoek) ook wordt gekeken naar de prikkel die van het hele proces uit zou kunnen gaan voor integratie van de effectenbeurzen zelf, met Amsterdam weer als centraal punt in het netwerk.<sup>54</sup> Dit is echter juist waar de buitenlandse beursbesturen (en in het geval van Frankrijk: de overheid) bang voor zijn: het vooruitzicht dat er in Amsterdam gehandeld zou worden in de onderliggende waarden van de ‘buitenlandse’ opties.<sup>55</sup> In de voorziene structuur worden

---

<sup>49</sup> Verslag van de studiereis naar Chicago, 23 t/m 29 november 1975; Scholten, aangehaald in Walstra (1996).

<sup>50</sup> Scholten in het verslag van het overleg tussen de commissie en Altman en Manshel op 2 september 1975. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>51</sup> Verslag van de gemeenschappelijke vergadering van de commissie en de technische commissie op 20 januari 1976; telex van Sullivan aan Scholten. Verslag van de vergadering van de commissie voor optiezaken van 10 maart 1976. Allen uit archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>52</sup> Jaarverslag van de Amsterdamse Effectenbeurs 1976, p. 38.

<sup>53</sup> Verslag van het overleg tussen ‘Londen’ en ‘Amsterdam’ van 30 januari en 25 februari 1976. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

<sup>54</sup> De Marez Oyens, aangehaald in Walstra (1996).

<sup>55</sup> Michael Jenkins, aangehaald in Walstra (1996).



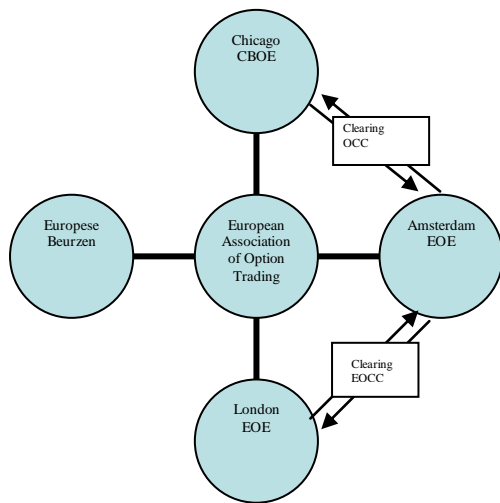
er namelijk met iedere optietransactie aandelen ‘geblokkeerd’: de onderliggende waarde van het optiecontract wordt in depot aangehouden bij een aandelendepot in het land van herkomst van de onderliggende waarde, op een rekening van de clearingorganisatie. Voor het schrijven van een (gedekte) call-optie op bijvoorbeeld Franse aandelen betekent dit, dat er tot maximaal 100 stukken ergens aan de handel onttrokken moeten worden ter dekking van de leveringsplicht. Wanneer de handel in deze aandelen ergens anders plaatsvindt dan de optiehandel, moet ook het in depot houden elders gebeuren. Dit voegt een extra schakel toe aan het clearingproces, aangezien bij een levering van buitenlandse aandelen dit vanuit het buitenlandse depot moet geschieden. Hoewel op de Europese beurzen al vorderingen zijn gemaakt met het centraal bewaren en giraal leveren van effecten vormt deze stap een nieuwe administratieve handeling. Verder gebruiken de professionele handelaars op een optiebeurs de onderliggende aandelen als dekking voor hun optieposities. Daarbij is het belangrijk dat ze transacties in deze effecten snel en goedkoop kunnen uitvoeren. Ook dit leidt tot de bovengenoemde vrees dat ook de handel in de onderliggende waarden (gedeeltelijk) overgenomen wordt door Amsterdam.

En er is nog een probleem: valuta. In het pré-Euro tijdperk is de handel in opties op aandelen van buitenlandse bedrijven voorzien in de valuta van het land van herkomst. De settlement moet dan ook in deze valuta plaatsvinden, waardoor er vreemde valutarekeningen in Amsterdam moeten worden uitgegeven. Afgezien van de technische problemen betekent dit, dat de nieuwe beurs op het gebied van het valutabeleid komt. In het midden van de jaren zeventig levert dit enkele problemen op. De monetaire autoriteiten beschouwen transacties in ‘hun’ valuta veelal als onderdeel van het binnenlandse monetaire beleid, ook als deze transacties in het buitenland plaatsvinden (Aliber 1984). Bovendien bestaan in veel Europese landen restricties met betrekking tot de omwisseling en in- en uitvoer van valuta. In het VK zijn op dat moment twee beperkingen van kracht die als doel hebben het rendement op binnenlandse waarden aantrekkelijker te maken in vergelijking met buitenlandse beleggingen. Op de eerste plaats is er slechts een beperkte hoeveelheid dollars beschikbaar voor internationale beleggingen. Door deze aanbodrestrictie ligt de koers van deze ‘investmentdollars’ hoger dan de contante koers op de wisselmarkten. Het verschil werd aangeduid met de term *investment dollar premium* (Maldonado en Saunders 1983: 20). Bovendien konden de beleggingsopbrengsten van Britse ingezetenen niet allemaal tegen deze hogere koers worden omgezet in Ponden. Daarvoor zorgde de tweede restrictie: de zogenoemde *surrender rule*, die bepaalde dat 25% van de opbrengsten tegen de (ongunstigere) contante koers moesten worden omgezet. Voor Britse beleggers vormen deze regels een belemmering om in buitenlandse waarden (en dus ook opties) te beleggen.<sup>56</sup> Op 30 januari 1976 bespreken de commissieleden Lemberger, Henkelman en Scholten de progressie met hun Britse collega’s van de *Special Committee on Traded Options*. Het plan van de ‘één beurs, twee vloeren’

---

<sup>56</sup> Het zou uiteindelijk nog tot 1979 duren voordat het VK alle beperkingen op de omwisseling van vreemde valuta zou afschaffen. Daarentegen waren Nederland en de VS al in 1974 overgegaan tot een regime van vrij kapitaalverkeer (Simmons 1999).

constructie wordt nader uitgewerkt, waarbij ook de rol van de CBOE ter sprake komt. De voorgestelde structuur van de Europese optiebeurs wordt in figuur 2.2 weergegeven.



Figuur 2.2: Vooropgezette structuur van de EOE, begin 1976. Bron: diverse verslagen en notulen

De Europese optiehandel is in dit voorstel overduidelijk geconcentreerd op Amsterdam en Londen. Samen met de beursbesturen in andere Europese steden én Chicago (in de rol van ‘founder member en sponsor’) vormen zij de *European Association of Option Trading* (EAOT), een organisatie die ook uit de Amsterdamse koker komt.<sup>57</sup> Leden van de individuele beursorganisaties kunnen op twee manieren lid worden van deze vereniging: als *resident members* die kunnen handelen op de beursvloer of als *non-exchange members*, die hun opdrachten tegen gereduceerd tarief kunnen laten uitvoeren door de eerste groep leden. De verbinding tussen Londen en Amsterdam wordt gevormd door een *European Option Clearing Corporation* (EOCC) en een elektronische link tussen beide beursvloeren die moet zorgen voor een snelle verspreiding van informatie over prijzen en handelsvolumes.<sup>58</sup>

De commissie voor optiezaken (die op 10 maart 1976 ontstaan is door de commissie *ad hoc* en de technische commissie weer samen te voegen) laat in april 1976 een memorandum uitgaan aan ‘de effectenbeurzen in Europa’ waarin de plannen voor de op te richten European Option Exchange en de EAOT gepresenteerd worden. De *Council* van de LSE wordt verwacht vóór juli van dat jaar een uitspraak te doen over de plannen, en ontvangt in mei een rapport van de bekende financieel econoom Richard Brealey, op dat moment verbonden aan de London School of Business Studies.<sup>59</sup> Brealey

<sup>57</sup> Principe-besluit van de VvdE in een vergadering op 8 januari 1976 tot oprichting van een Europese Vereniging voor de Optiehandel. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>58</sup> De betekenis van een *clearing corporation* voor de optiehandel wordt in het volgende hoofdstuk verder uitgewerkt. Het is voldoende om hier op te merken, dat een dergelijk instituut de uitstaande optiecontracten garandeert. Dit is een belangrijke functie, die aan de basis van een optiebeurs staat.

<sup>59</sup> Brealey (1976), aangetroffen in Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A. Samen met Stewart Meyers schrijft Brealey later hét standaardwerk voor de inleiding in de financieringstheorie *Principles of Corporate Finance*, tegenwoordig in de achtste editie.

geeft aan wat de voordelen zijn van een markt voor gestandaardiseerde opties voor het herverdelen van risico's en het vergroten van de beleggingsmogelijkheden. In zijn verslag benadrukt hij het belang van een zoveel mogelijk vrij gelaten handel zonder 'artificiële restricties' en het geven van voldoende voorlichting aan beleggers om de bekendheid met opties te vergroten. Voor wat betreft de locatie van een dergelijke markt is Brealey duidelijk: "*There are no benefits to the U.K. in situating such a market outside the country.*" In hoeverre het rapport van Brealey van invloed is geweest op het beslissingsproces binnen de *Council* is niet duidelijk, maar het model van de twee beursvloeren binnen een Europese optiebeurs blijft in Londen niet gemakkelijk liggen. Vooral de uitwisseling van de koersgegevens ligt gevoelig. Op de handelsvloer worden de prijzen van de aandelen 'gemaakt' door de *jobbers* (McRae en Cairncross 1973: 113). Zij zijn ook degenen die de koersinformatie in handen hebben, en deze willen zij niet doorgeven aan de continentale optievloer (Brouwer in Walstra 1996: 84). Scholten herinnert zich (interview met L. Scholten):

"[De *jobbers*] zagen koersen als hun eigendom, maar dat hadden ze ook onderling, niet alleen tegenover ons. Op de Engelse beurs had je dat toch al heel sterk onder elkaar, dat waren niet altijd even prettige mensen. Het hele systeem was toch anders dan dat van ons. De *jobber* was een veel meer ontwikkelde handelaar dan de hoekman bij ons. Er waren wel bepaalde hoekmanhuizen die ook veel dingen deden die de *jobber* ook deed, maar ze waren toch eigenlijk niet te vergelijken."

Het probleem is tussen de regels door te lezen in een persbericht dat de Londense aandelenbeurs op 8 juni 1976 laat uitgaan. De *Council* geeft aan een optiemarkt te steunen en verleent toestemming aan de *Special Committee on Traded Options* om de onderhandelingen met Amsterdam, Chicago en andere Europese beurzen te blijven voeren. Het bericht gaat verder: "*There is a need for such a market and (..) it must be under the regulatory control of the stock exchange.*" Echter: "*(..) not in the framework of the present membership and jobbing systems.*"<sup>60</sup> De Britten denken aan een aan de aandelenbeurs gelieerde markt, maar met een ander prijsvormingssysteem, terwijl in Nederland juist uit wordt gegaan van een aparte markt, los van de aandelenmarkt en ingericht volgens het CBOE-model. Het zijn in de Britse situatie vooral de *jobbers* die tegenover de *Council* van de Stock Exchange staan. Deze, in de Britse verhoudingen zeer machtige groep, wil de optiehandel als onderdeel van de aandelenvloer in de eigen handel inbouwen, en niet als een aparte entiteit vestigen. Bovendien blijft ook de relatie met de toezichthouders precair. Binnen de Britse politieke verhoudingen is duidelijk, dat "de *Stock Exchange* (..), om de optiehandel buiten de politieke sfeer te houden, ruime aandacht [zal] dienen te besteden aan het voorkomen van excessen bij de optiehandel."<sup>61</sup>

Op een bijeenkomst van gedelegeerden van verschillende Europese effectenbeurzen in Amsterdam kan het voorstel van de twee beursvloeren echter nog in essentie onveranderd gepresenteerd worden. De mogelijkheid blijft nu echter wel open dat op de twee vloeren met een andere marktstructuur

---

<sup>60</sup> Telex van S. Valentine aan L. Scholten met het persbericht van *The London Stock Exchange*, gedateerd 8 juni 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>61</sup> Verslag van de vergadering van het *Committee on Financial Markets* van de OESO van 1 juli 1976. Nationaal Archief MvF (1889) 1954-1995, inventarisnummer 358. Hierna: NA, MvF (1889) 1954-1995: 358.

gehandeld wordt.<sup>62</sup> Op 20 augustus 1976 kan de Commissie namens Amsterdam en Londen een formeel verzoek richten aan de CBOE om advies en bijstand bij het oprichten van een Europese optiebeurs. Als tegenprestatie zal de CBOE royalties ontvangen en voorkeursrechten op lidmaatschap van de nieuwe beurs voor haar leden. Het advies zal onder meer moeten omvatten

*“Advice on the development, implementation and management of an optionsmarket, including available information pertaining to the mechanics of the clearing function, in continuance of such explanation and advice already provided to Amsterdam and London, and including documentation in the way of existing exchange publications, manuals and operational memoranda.”*<sup>63</sup>

Aangezien Londen nog altijd geen besluit heeft genomen, maakt de brief gewag van een in eerste instantie unilateraal contract met Amsterdam, dat door de EOAT kan worden overgenomen als Londen besluit mee te gaan. Dat wordt echter steeds onwaarschijnlijker. Er worden signalen opgevangen dat Londen alleen verder wil gaan, en hoewel de commissieleden vinden dat er nauw moet blijven worden samengewerkt, verdwijnt de constructie met twee beursvloeren langzaam naar de achtergrond.

Amsterdam moet nu de Europese kaart spelen. De beurzen van Zürich, Basel, Genève, Brussel en Luxemburg hebben belangstelling voor het lidmaatschap van de Europese optiebeurs, en ook CBOE-leden laten hun interesse blijken. Daarbij is er niet alleen vraag naar de zetels van Floorbrokers, maar ook naar de positie van Market Maker, Board Broker en Clearing Member.<sup>64</sup> Op 9 december 1976 is het hoge woord er uit: Londen gaat niet verder met een optiemarkt. Een persbericht vermeldt, dat een optiemarkt in het VK een aparte goedkeuring nodig zou hebben onder de *Prevention of Fraud (Investments) Act*, zodat de bestaande regels van de aandelenbeurs niet zondermeer zouden gelden voor de nieuwe markt. Wel geeft men aan te willen blijven samenwerken met Amsterdam om de Europese optiemarkt van de grond te krijgen, daarbij de mogelijkheden van Britse firma's om lid van de nieuwe beurs te worden waarborgend, en *“(..) to ensure (..) that the listing in Amsterdam of options on the securities of U.K. companies should not affect the underlying market in London.”*<sup>65</sup>

### 3.2 Een CBOE-Europe?

Nu de tweede beursvloer van de baan is, kan de pas opgerichte Stichting Voorbereiding European Options Exchange de aandacht concentreren op een volledig in Amsterdam plaatsvindende optiemarkt.<sup>66</sup> Onder voorzitterschap van Ernst Lemberger gaan de heren Bangert, Henkelman, Hintzen, Muntinga, Scholten en van der Slikke nu voor het eerst als een van de effectenbeurs los

---

<sup>62</sup> Verslag van de bijeenkomst van gedelegeerden van Europese aandelenbeurzen op 16 en 17 juni 1976 te Amsterdam. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>63</sup> Brief van de Commissie aan Sullivan, 20 augustus 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>64</sup> Vergadering van de Commissie op 2 september 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A. De betekenis van deze begrippen wordt in het volgende hoofdstuk uitgelegd.

<sup>65</sup> Vergadering van de E.O.E.-Co-ordinating Committee op 6 december 1976 te Amsterdam. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>66</sup> De Stichting Voorbereiding European Options Exchange wordt op 8 november 1976 opgericht. Oprichtingsakte van de Stichting, gevonden in Nationaal Archief, De Nederlandsche Bank (1756) 1814-1980 (1995), inventarisnummer 11.977.

staande entiteit aan de slag om verder te gaan met het voorbereidende werk. De VvdE blijft weliswaar de promotor en financier van het project, maar laat de verdere uitwerking over aan de stichting. In de persoon van Henkelman, die lid is van beide besturen en de door de VvdE verstrekte kredieten beheert, blijft er bovendien ook een directe persoonlijke verbintenis bestaan. Ook onder de vlag van de stichting worden de contacten met de optiehandel in de VS intensief aangehouden, onder meer door diverse bezoeken te brengen aan de CBOE, de andere optiebeurzen en de *Options Clearing Corporation* (OCC), die voor de optiebeurzen in de VS de clearing verzorgt. Het is in dit stadium wel duidelijk, dat het handelssysteem van de nieuwe beurs in grote mate overeen zou moeten komen met het model waarmee reeds in Chicago gewerkt werd. Dit werd inmiddels als een beproefd systeem gezien, dat bovendien direct overgenomen kon worden. Door de onderliggende filosofie van het streven naar een zo gelijk mogelijk speelveld en openheid van de handel werd het beschouwd als transparant en eerlijk ten opzichte van kleine beleggers. Dit paste weer in het doel om kleine beleggers tot meer handelen aan te zetten. Bovendien opent het overnemen van het handelssysteem de mogelijkheid van de handel in opties op Amerikaanse aandelen, waarbij de OCC ook deze optietransacties (uitgevoerd op de EOE) zou garanderen. Deze opties op Amerikaanse aandelen vormen een belangrijk bestanddeel van de voorgenomen opzet van de EOE. Ze worden beschouwd als een cruciale factor voor het interesseren van professionele Amerikaanse handelaren voor een zetel bij de Amsterdamse beurs, maar met deze opzet stuit men op een geheel nieuw probleemveld. Het deelgebied van de handel in ‘Amerikaanse opties’ (en vooral de clearing ervan bij de OCC) is een aspect van de Amsterdamse optiehandel dat onder toezicht van de SEC zou komen te staan, hetgeen van de EOE weer een markt vergelijkbaar met de Amerikaanse markten zou maken:

*“The Committee [Stichting Voorbereiding EOE] – in close co-operation with the Ministry of Finance at The Hague – hope [sic] to be able to come to an understanding with the SEC and the OCC in such way that the OCC will be allowed to write in its prospectus that EOE works in such a way that EOE can be seen as an exchange comparable with CBOE, Amex, etc..”<sup>67</sup>*

Om deze reden wordt ook het handelsreglement van de EOE zoveel mogelijk afgestemd op dat van de CBOE en, in een latere fase, de Amex en Pacific Stock Exchange. De EOE wordt zo een, voor haar tijd enigszins merkwaardig, construct met Amerikaans DNA (*nature*) in de genen maar met een overduidelijke Nederlandse *nurture* van haar aandelenmoeder. Dit is duidelijk terug te vinden in de conceptomschrijving van de statuten van de Vereniging EOE. Deze “zullen worden gebaseerd op de statuten en reglementen van de VvdE. Bij de uitwerking zal zoveel mogelijk profijt worden getrokken van de Amerikaanse ervaringen op het gebied van optiehandel zoals onder andere neergelegd in de statuten en reglementen van de CBOE.”<sup>68</sup> Daarnaast ambieert ze ook nog eens de verschillende

---

<sup>67</sup> Verslag van de vergadering van het EOE- Coordinating Committee in Amsterdam, 6 december 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>68</sup> Commentaar bij de statuten zoals aangeboden aan het Ministerie van Financiën op 20 juni 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief, Overlegpartij 010: EOE bestuur t/m 1977-Stichting Voorbereiding EOE okt. 1976 t/m juni 1984: Doos 1. Hierna te noemen: Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

Europese beurzen centra met elkaar te verbinden. Het lidmaatschap van de beurs komt daarom open te staan voor alle leden van effectenbeurzen aangesloten bij de *Fédération Internationale des Bourses de Valeurs*, én voor leden van beurzen gevestigd in de Verenigde Staten. Een probleem is er voor wat betreft het lidmaatschap voor banken, aangezien deze partijen in een aantal landen (waaronder Frankrijk, België en Duitsland) geen lid kunnen zijn van een effectenbeurs. Daarom worden de vereisten opgerekt om alle partijen te bevatten die professioneel actief zijn in de aandelen- of optiehandel. Vanwege het “internationale karakter” van de beurs wordt bovendien besloten dat er voor leden van de VvdE geen voorkeursbehandeling komt.<sup>69</sup>

Ondanks de oriëntatie op de Verenigde Staten kan het stichtingsbestuur in haar eerste vergadering opmerken, dat men “zich minder afhankelijk [voelt] van de CBOE dan enige tijd geleden.”<sup>70</sup> Tot dan toe werd steeds uitgegaan van een verbinding tussen beide beurzen, die onder andere gematerialiseerd zou worden in een financiële link. De CBOE zou op basis van een systeem van royalty’s een vast bedrag over elke transactie uitgevoerd op de Amsterdamse vloer ontvangen. De vraag doet zich nu voor, of een royalty-overeenkomst met de CBOE nog wel past binnen de aard van de contacten. De reeds verleende- en nog te verwachten assistentie krijgt in de ogen van de stichtingsbestuurders namelijk steeds minder het karakter van een co-foundership, en de samenwerking lijkt zich meer te gaan ontwikkelen in een technische samenwerkingsverband. Wanneer het uiteindelijk om bedragen gaat, komt de CBOE met een in de ogen van het bestuur veel te hoge rekening: men verwacht ongeveer US\$ 7,5 miljoen voor de verleende steun bij de oprichting van de EOE. Bovendien ligt er nog een rekening van de heren Manshel en Altmann, die (naar achteraf bleek) weliswaar met toestemming van de CBOE, maar zonder een formele verbintenis de eerste contacten legden. Hoewel diplomatiek optreden geboden is (aangezien “[e]en ernstige vorm van onenigheid met [de] CBOE, die de plannen voor het noteren van Amerikaanse opties kan frustreren, vermeden [moet] worden”)<sup>71</sup> dreigt de zaak toch een juridische wending te krijgen. In een brief van 12 april 1977 aan het bestuur van de CBOE wordt uitgelegd, dat van de aanvankelijke rol van de CBOE als sponsor van het project niet veel terecht zou komen. Enerzijds hadden de bezoeken van de ‘technische mannen’ Krechting, Koot en Kramer aan Chicago uitgewezen dat “in de praktijk lang niet in die mate zou kunnen worden teruggevallen op de CBOE als aanvankelijk werd gemeend”, anderzijds was het “eigen karakter van het Europese beursgebeuren” van dien aard, dat de kennis en adviezen van de CBOE niet zo relevant waren als aanvankelijk gedacht werd.<sup>72</sup> Uiteindelijk loopt de zaak met een sisser af, als tijdens een bezoek aan Chicago later in april blijkt, dat de CBOE helemaal af wil zien van een formele

---

<sup>69</sup> Voortgangsverslag van het bestuur van de Stichting Voorbereiding EOE van 24 mei 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B.

<sup>70</sup> Eerste vergadering van het bestuur van de Stichting Voorbereiding EOE op 12 november 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>71</sup> Vergadering van het bestuur van de Stichting Voorbereiding EOE op 14 december 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief, Overlegpartij 010:1.

<sup>72</sup> Brief van de Stichting Voorbereiding EOE aan de CBOE van 12 april 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief Overlegpartij 010:1.

overeenkomst met de EOE: men wil andere Amerikaanse beurzen die plannen voor een optiemarkt hebben (met name Nasdaq en de NYSE) buiten de OCC (en dus: de optiehandel) houden, en daarin zou een link met een overzeese concurrent niet uit te leggen zijn.<sup>73</sup> Uiteindelijk vraagt de CBOE slechts nog een vergoeding voor de gemaakte kosten voor een bedrag van US\$ 20.000,- (bovenop een bedrag van US\$ 202.751,86 dat al eerder overgemaakt was). Een slepend conflict is daarmee vermeden, en bovendien is duidelijkheid gekomen in de verhoudingen tussen de CBOE en EOE. In plaats van ‘co-founder’ en ‘sponsor’ wordt de beurs in Chicago een ‘consultant’. In deze sfeer wordt de samenwerking (ook na de start) van de EOE voortgezet. Vlak vóór de opening vindt de laatste grote Amerika-reis plaats, waarbij een grote delegatie van ongeveer 55 personen Chicago en andere steden bezoekt onder de noemer van een *study tour of options exchanges in the US*. Dwight Koop bezuinigt namens de CBOE daarbij niet op lovende woorden: “*To distinguish between the mediocrity of being just another option competitor and being the first truly international marketplace may require the multinational perspective of the Dutch Financial community.*” En vervolgens: “*The conditions in Amsterdam are by far superior to those in any financial community that I have studied or visited.*”<sup>74</sup> Dat een verbintenis met de CBOE uiteindelijk toch geen onderdeel wordt van de EOE als institutie in het financiële veld is, gezien de intensieve contacten in de beginfase, op het eerste gezicht enigszins merkwaardig. Dat de optiebeurs doorgaat als een eigen entiteit, los van de aandelenbeurs, heeft hier wellicht iets mee te maken. Hierdoor wordt de EOE als beurs veel zelfstandiger dan een aantal CBOE-leden, die de EOE als filiaal van de CBOE zagen, aanvankelijk dachten. Ook de aard van de contacten is waarschijnlijk belangrijk geweest. Lawrence, Hardy en Phillips (2002) bieden hier een aanknopingspunt in hun analyse van de ontwikkeling van samenwerkingsverbanden tot volwaardige geïnstitutionaliseerde handelingen. Sommige van deze vormen van samenwerking kunnen aangemerkt worden als ‘proto-instituties’: handelingen, technologieën en regels die nog niet wijdverbreid zijn, maar wel de potentie hebben om uiteindelijk uit te groeien tot onderdeel van instituties (Lawrence, Hardy en Phillips 2002: 283). Natuurlijk is het uiteindelijke handelssysteem in Amsterdam in veel opzichten overgenomen van de CBOE (zie hoofdstuk 3), maar een geïnstitutionaliseerde link met Chicago is geen onderdeel meer van de EOE. Lawrence, Hardy en Phillips stellen twee samengestelde dimensies samen, die een indicatie geven voor de potentie van samenwerkingsvormen om uit te groeien tot institutionele patronen: *involvement* en *embeddedness*. Deze dimensies omvatten de wijze van interactie (van oppervlakkig tot diep, en alleen tussen de partners of ook met derden), de structuur van de samenwerking (financieel, als partners of als eenheid naar buiten toe) en de richting van de informatiestromen (in één richting, twee richtingen, of meerdere richtingen). Het eerste concept omvat vervolgens diepe interactie in een samenwerking als partners met een informatiestroom in beide

---

<sup>73</sup> Bovendien liet men weten, dat het royalty-concept “aangepraat was door Manshel en Altmann.” Verslag van de reis naar Chicago en New York van 24 t/m 28 april 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief Overlegpartij 010:1.

<sup>74</sup> Dwight Koop in een brief aan de deelnemers van de *study tour*, 4 oktober 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

richtingen. Het tweede concept geeft een interactie met derden weer van een samenwerkingsverband dat zich als eenheid naar buiten toe presenteert, met informatiestromen in meerdere richtingen. De samenwerking tussen CBOE en EOE heeft in principe een hoge mate van *involvement*, ware het niet dat de informatiestroom eigenlijk in slechts één richting (van Chicago naar Amsterdam) loopt. Wanneer bijvoorbeeld blijkt, dat ook de Amerikanen van hun kant aanpassingen moeten verrichten om een trans-Atlantische optiehandel mogelijk te maken, blijkt de interesse duidelijk geluwd (interview met L. Scholten):

“Het was niet zo dat ze niet meer bereid waren om te helpen, maar ze ontdekten toch dat er een bepaalde groep in Europa ging werken waarvan zij zich hadden voorgesteld dat zij dat (..) zouden doen, daarbij vergetend dat je ook van die kant de zaak moet regelen [zo]dat het mogelijk wordt om in Europa te werken, en dat hadden ze niet door. En dat wilden ze eigenlijk ook niet. Het waren figuren die op twee benen hinkten, dat is jammer geweest.”

De mate van *embeddedness* is ook niet hoog te noemen in die zin, dat de partners zich niet consequent naar buiten toe als eenheid presenteren. Ook de onduidelijke positie van de beurs in Londen binnen het verband draagt niet bij aan het beeld naar buiten toe. Het ontbreken van een hoge score op beide dimensies kan een indicatie zijn voor de afwezigheid van een duidelijke institutionalisering van de optiehandel als een ‘CBOE-Europe’.

### 3.3 Europa

De institutionalisering van de trans-Atlantische optiehandel komt op deze manier niet van de grond, maar blijft steken in de proto-institutionele fase van een samenwerkingsverband. De uitwerking van het concept van de EOE als Europese optiebeurs ontmoet ook steeds meer problemen. De EAOT moet volgens de Amsterdamse plannen niet alleen gaan functioneren als een samenwerkingsverband tussen de aangesloten beurzen, maar als een aparte, door de deelnemende beurzen gefinancierde entiteit met een eigen administratie en systeem van koersverspreiding.<sup>75</sup> Vanuit de kringen van individuele Britse *brokers*, Franse en Belgische *agents de change* en Duitse *Börsenmakler* zijn de signalen positief: men is geïnteresseerd in lidmaatschap van de nieuwe beurs, of wil in ieder geval via tussenpersonen orders laten uitvoeren in Amsterdam. De Nederlandse initiatiefnemers willen echter vooral inzetten op de institutionalisering van een systeem van *beurzensamenwerking*.<sup>76</sup> Het bereik van de EOE dat op een dergelijke manier gerealiseerd zou worden, geeft ook aanleiding tot (naar achteraf blijkt) te

---

<sup>75</sup> Memorandum over de EAOT van 20 april 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>76</sup> De Amsterdamse initiatiefnemers hopen dat de vastlegging van een beurs als *sponsoring stock exchange* als een morele verplichting van de deelnemende beurs aan het optieproject gezien zou worden, en bovendien een ingang bieden naar de nationale overheid van het betreffende land. Amsterdam stelt in eerste instantie een bijdrage van Hfl. 50.000,- voor als teken van “*appreciation and encouragement*”. Vergadering van de gedelegeerden van Europese aandelenbeurzen en de CBOE te Amsterdam, 16 en 17 juni 1976. Dit stuit op bezwaren, en de Amsterdamse ‘stuurgroep’ (Commissie) besluit, dat een “*encouragement morale*” van de beurzen voldoende is: “[a]ctieve medewerking in een commissie kan in wezen veel meer waard zijn dan een beperkte financiële bijdrage.” Memorandum van de Commissie van 2 september 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.



optimistische schattingen: men verwacht een vierhonderdtal zetels te kunnen verkopen (waarvan 150 aan Nederlandse marktpartijen), en acht een omzet van 10.000 contracten per dag “zeker realiseerbaar”.<sup>77</sup> Wanneer het er uiteindelijk om gaat om concrete beslissingen te nemen, blijken er echter in ieder land obstakels te bestaan die een werkelijke Europese invulling van de EOE in de weg staan. Ook wanneer het concept van de EAOT uiteindelijk niet levensvatbaar blijkt te zijn, en de optiebeurs doorgaat met de invoering van opties op buitenlandse aandelen, blijken beursbesturen en andere partijen beurskoersen, monetair beleid en wetgeving strategisch in te zetten om hun belangen te verdedigen. Deze obstakels zullen nu kort (voor de belangrijkste landen) behandeld worden.

### 3.3.1 Verenigd Koninkrijk

Na het afblazen van de beursvloer in Londen als onderdeel van de EOE blijft het Verenigd Koninkrijk een belangrijke plaats innemen in de plannen van het EOE-bestuur. In januari 1977 wordt zelfs de *London Traded Options User Association* (LTOUA) opgericht om de contacten met geïnteresseerde marktpartijen in het VK te onderhouden. De onderhandelingen met de Britse autoriteiten (vooral de *Bank of England*), die traag maar wel positief verlopen, worden echter wel nog via het EOE-bestuur zelf gevoerd. Al snel blijkt echter, dat de Britse *jobbers* toch “kost wat kost” een eigen optiemarkt willen vestigen.<sup>78</sup> Dit kan vooral als een reactie op de steeds concreter wordende plannen voor de EOE worden opgevat (MacKenzie 2007). De EOE gaat namelijk door met een alternatieve invulling van het Europese karakter van de beurs. Ze probeert individuele Britse marktpartijen te interesseren voor een zetel, en is van plan om opties op Britse waarden in de notering op te nemen. Door de Britse plannen voor een eigen optiemarkt, en de positie van de lokale regelgevers dat Britse ingezetenen een order voor een optie op een Brits aandeel in principe eerst op de ‘eigen’ beurs moeten proberen uit te voeren, stroken beide ambities niet met elkaar. Het geplande opnemen in de notering van ‘Britse opties’ leidt tot vaak moeizame onderhandelingen waarbij de EOE te maken krijgt met de delicate politieke verhoudingen tussen *jobbers*, *brokers* en de *Council*. Er wordt weliswaar onderhandeld met de *Council* van de Londense beurs, maar het bestuur moet zich afvragen of deze “(..) wel voldoende onafhankelijkheid en kracht ten opzichte van de *jobbers* kan tonen om een juiste koersinformatie te garanderen.”<sup>79</sup> In Londen zijn de koersen op dat moment nog altijd sterk gekoppeld aan de persoon van de *jobber*. Deze *jobbers* willen enerzijds graag meedoen aan de handel in Amsterdam, maar zijn ook zeer terughoudend met betrekking tot het doorgeven van ‘hun’ koersen. Vooral de *brokers* bevinden zich steeds meer tussen twee vuren in: aan de ene kant zijn er de *jobbers* die hun eigen optiemarkt voorbereiden, en aan de andere kant is er de EOE waarvan een lidmaatschap ook

---

<sup>77</sup> Voortgangsverslag met betrekking tot een Europese optiemarkt in de vergadering van de Stichting Voorbereiding EOE met de VvdE, 2 juni 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A. Projectbegroting van Krecthing en Koot van Twynstra Gudde, Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1. Het Break-even punt werd vastgesteld op ongeveer 5.800 contracten per dag.

<sup>78</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 21 april 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief Overlegpartij 010:1.

<sup>79</sup> Bestuursvergadering van de Stichting Voorbereiding EOE van 17 november 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief, Overlegpartij 010:1.

perspectieven biedt. De Britse voorstellen tot samenwerking komen aanvankelijk dan ook vooral uit deze hoek. Volgens de *brokers* is het daarbij vooral belangrijk, dat in Londen en Amsterdam verschillende opties worden genoteerd. De *jobbers* hebben namelijk vooral op dit gebied een aantal eisen, waarvan de belangrijkste is dat er in Londen en Amsterdam niet tegelijkertijd gehandeld mag worden in dezelfde opties. De enige reden, dat Amsterdam eventueel toe zou willen geven aan deze eis is, dat alleen de *jobbers* goede koersen van Britse aandelen kunnen leveren.<sup>80</sup> De verstrekking van koersgegevens is namelijk een steeds terugkerend probleem. Een optiebeurs heeft, in veel verdergaande mate dan een effectenbeurs, in principe de mogelijkheid om zelf de waarden waarin gehandeld wordt te ontwerpen. Een optie is dan ook, wederom in tegenstelling tot een aandeel of obligatie, in grotere mate verbonden aan de beurs waarop ze verhandeld, en met name waar ze ‘gecleared’ wordt. Voor de belangrijkste variabele die de prijs van een optie bepaalt (namelijk de koers van de onderliggende waarde) blijft een optiebeurs echter afhankelijk van prijzen die elders tot stand komen. In het geval van de EOE gaat het hier aanvankelijk om de aandelenkoersen van Nederlandse- en buitenlandse aandelen. Het verkrijgen van deze essentiële input voor het functioneren van de beurs gaat echter lang met onzekerheden gepaard. Aandelenkoersen, en de verstrekking ervan, blijken door andere beurzen en marktpartijen ingezet te worden als een strategische variabele. Met het loslaten van het concept van de EOE als samenwerkingsverband tussen verschillende beurzen, waarin een intern koersverspreidingssysteem operatief zou zijn, is ook het gebruik van de koersen die op andere beurzen tot stand komen namelijk niet meer voor de hand liggend. Uiteindelijk krijgt het Zwitserse Telekurs (opgezet door Zwitserse banken) de opdracht om het koerssysteem op te zetten.<sup>81</sup> Dit is niet alleen een budgettaire tegenvaller, maar betekent ook dat een optimale verstrekking van de koersen aan de EOE nog niet gewaarborgd is: de gegevens moeten eerst in het Telekurs-systeem ingegeven worden en kunnen dan pas doorgegeven worden aan Amsterdam. De problemen met betrekking tot de verstrekking van koersgegevens van de Londense effectenbeurs zijn in dit kader bijzonder nijpend. De *jobbers* kunnen de doorgifte van de koersen lang uitstellen (in sommige gevallen zelfs tot 90 minuten), reden waarom de EOE ook na de overeenkomst met Telekurs blijft proberen om de prijzen van Britse aandelen direct van de *jobbers* te krijgen. Daarbij is men bereid de door de *brokers* voorgestelde concessies te doen op het gebied van de opties die in de notering worden opgenomen. De *jobbers* blijven echter ook na de concessies bevreesd voor de handel in Britse aandelen op de Amsterdamse beursvloer. De toezegging van het EOE-bestuur dat handel in Britse aandelen niet zal worden gestimuleerd, en de designatie van Londen als “(.) *the natural source for the prices of the underlying securities*”, kunnen niet verhinderen dat de optiebeurs ook na de opening op 4

---

<sup>80</sup> Memo van Jenkins over zijn ontmoeting met drie Londense *brokers*, 16 november 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief Overlegpartij 010:1 Jenkins zegt in de memo, dat er één goede reden is voor een overeenkomst met de *jobbers*: “*The need for good quality underlying prices.*”

<sup>81</sup> Bestuursvergadering EOE van 24 oktober 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief Overlegpartij 010:1.

april 1978 de Britse koersen niet direct aangeleverd krijgt.<sup>82</sup> Alle pogingen om daarna nog koersen te krijgen lopen op niets uit. De opties op Britse waarden worden in oktober 1979 uit de notering genomen (EOE, jaarverslag 1979). Er wordt uiteindelijk zelfs van een “debacle” gesproken wanneer het om de koersverstreking van Britse onderliggende waarden gaat.<sup>83</sup>

### 3.3.2 Frankrijk en België

In het Franse beursstelsel hebben de *agents de change* het monopolie op het uitvoeren van beursorders. Hun zetels aan de beurs zijn gelimiteerd qua aantal en worden vaak per erfopvolging van de ene op de andere generatie doorgegeven. De *agents de change* hebben hun monopoliepositie in 1724 verkregen van de Franse staat, en zijn dan ook overheidsfunctionarissen (Borchardt 1999: 163n.33). Vanwege de groeiende handel besteedden ze in de loop der tijd een gedeelte van de handel uit aan de zogenaamde *coullissiers* (die in de coulissen van de beurszaal handelden), maar deze konden ieder moment “*zum Tempel hinaus[gejagd]*” worden (Weber 1999a [1894]: 164; zie ook Godechot 2005: 33-35). De Franse overheid had dientengevolge een grote invloed op de beurshandel, hetgeen in sterk contrast stond met de Nederlandse situatie. Tegelijkertijd was er in Frankrijk echter ook, net als in Groot-Brittannië, sprake van een enigszins gespannen verhouding tussen de overheid en de effectenbeurs. De beurs was hierdoor, ondanks de in formele zin veel innigere band, tegelijkertijd veel minder dan in Nederland ingebed in de overlegstructuur van het nationale financiële veld.<sup>84</sup>

In gesprekken met enkele individuele *agents de change* en Franse banken blijkt er dan ook interesse te bestaan voor de EOE, maar wordt er vanuit het Ministerie van Financiën (*Trésor*) met meer scepsis naar de plannen gekeken. Het strikte deviezenregime maakt de handel in opties op Franse aandelen op een buitenlandse beurs, luidend in Franse Francs, problematisch vanuit betalingsbalansperspectief. Bovendien gaat men niet over tot de erkenning van opties als effecten, zoals dat in Nederland wel gebeurt. Hoewel de *Banque de France* geen bezwaar heeft tegen de optiehandel in Amsterdam, verbiedt de *Trésor* Franse ingezetenen uiteindelijk om te handelen in opties op Franse aandelen die genoteerd zijn op een buitenlandse beurs. Dit verbod, op de valreep van de introductie van deze opties, is een behoorlijke tegenslag. Ondanks de pogingen van het Nederlandse Ministerie van Financiën om bij de contacten met de Franse overheid behulpzaam te zijn, laat men in Parijs weten dat het betalingsbalansbeleid het niet toestaat dat aan een dergelijke optiehandel (met het daaraan gekoppelde internationale betalingsverkeer) door Franse burgers wordt deelgenomen. In Amsterdam wordt dit al snel gezien als een “oneigenlijk gebruik van de deviezenwetgeving”, en als de echte reden ziet men

---

<sup>82</sup> Brief van het EOE-bestuur aan de Chairman van de Council of the Stock Exchange van 25 januari 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief Overlegpartij 010:1. De problemen met het verkrijgen van de koersen leiden uiteindelijk tot een ultiem voorstel van het EOE-bestuur aan de *Stock Exchange* om samen te werken op het gebied van opties op Britse waarden. Omdat dit voorstel volgens mij de ontwikkeling van de begripvorming rond de clearing van opties goed illustreert, zal dit verder behandeld worden in hoofdstuk 3.

<sup>83</sup> Notitie van Canneman aan de directeur BGW van 1 juni 1979. Nationaal Archief MvF, (1889) 1954-1995: 359.

<sup>84</sup> Verslag van de bijeenkomst van Meyer en Scholten met enkele *agents de change* in Parijs, 16 december 1976. Archief Stichting VvdE/Beursarchief Overlegpartij 010:1.

het laten prevaleren van het belang van Franse marktpartijen (met het oog op een mogelijke toekomstige Franse optiebeurs).<sup>85</sup> De introductie van opties op Franse aandelen gaat uiteindelijk wel door. Op 14 december 1978 worden voor het eerst call-opties op aandelen Peugeot-Citroën, St. Gobain-Pont-à-Mousson en Thomson geïntroduceerd, maar deze zijn nooit echt succesvol. De Franse overheid heft pas in juli 1985 het verbod, dat Franse beleggers verbiedt om in opties op Franse aandelen te beleggen, op.<sup>86</sup> De handel in deze opties was toen echter al stopgezet.

In België bestaat, voor wat betreft de beurshandel, een met Frankrijk vergelijkbaar systeem. Ook hier bestaat er vanuit marktpartijen grote interesse in de EOE, maar anders dan in Frankrijk is ook de Brusselse aandelenbeurs in samenwerking geïnteresseerd. Bovendien is het Belgische internationale valutaverkeer veel vrijer dan het Franse, en gelden er ook geen wettelijke beperkingen voor de optiehandel.<sup>87</sup> De Belgische toezichthouder op de beurshandel (de *Commission Bancaire*) werpt dan ook geen barrières op voor Belgen om actief te zijn op de EOE. Anders dan in Frankrijk handelen dan ook vanaf het begin Belgische beleggers op de Amsterdamse optiebeurs, en verloopt de introductie van opties op enkele Belgische aandelen (op 22 mei 1979) zonder noemenswaardige problemen. Het is dan ook niet vreemd dat de Belgische opstelling door de Amsterdamse overlegpartners als een warm bad ervaren wordt. Ze noteren dan ook graag: “Belgische [beurs]leden geloven in de zaak en brengen hulde aan het initiatief en de moed van Amsterdam.”<sup>88</sup> Ook met de Belgische instituties blijven de contacten goed, zelfs zodanig dat met de Brusselse optiemarkt (die in 1985 van start gaat) goed wordt samengewerkt.

### 3.3.3 Duitsland

Ook in Duitsland bestaat er belangstelling voor deelname aan het EOE-project. Anders dan in andere landen is die belangstelling er ook van de beursbesturen, maar dan wel voornamelijk van de kleinere Duitse beurzen.<sup>89</sup> De grote Duitse banken voeren namelijk voor hun beste klanten reeds *Optionsgeschäfte* uit op de CBOE, en onderhouden zelf ook een rudimentaire interne optiemarkt, die geconcentreerd is in de Frankfurtse vestigingen van de banken. Omdat deze handel van de *Arbeitsgruppe Optionsgeschäfte* een sterk Frankfurtse getinte *couleur locale* heeft, kijken de andere Duitse beurssteden (zoals Düsseldorf en Hamburg) met enig wantrouwen naar deze praktijken. Bovendien is er een reden waarom de banken alleen voor hun beste en meest vertrouwde klanten

---

<sup>85</sup> Citaat is van Brouwer in de gezamenlijke vergadering van de VvdE en EOE van 12 februari 1979. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B. De interpretatie van het Franse besluit komt uit de bestuursvergadering van de EOE van 7 december 1978. Archief Stichting VvdE/beursarchief overlegpartij 010:1.

<sup>86</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 21 juni 1985. Archief Stichting VvdE/beursarchief overlegpartij 010:2.

<sup>87</sup> Gezamenlijke vergadering van de Commissie *ad hoc* en de Technische Commissie van 10 maart 1976 (Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A); Verslag van het onderhoud met enkele Belgische commissaires van 17 augustus 1978 Archief Stichting VvdE/beursarchief overlegpartij 010:1.

<sup>88</sup> *Ibid.*

<sup>89</sup> Verslag van het overleg van Scholten met Degner (Beurs van Hamburg) te Hamburg, 20 december 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief overlegpartij 010:1.

optietransacties uitvoeren. In de Duitsland gelden opties volgens de heersende opvatting in de financiële wereld als *Differenzgeschäfte*: transacties waarbij winsten en verliezen op kasbasis verrekend worden, en die derhalve als handeling van gokken (als zijnde in strijd met de publieke orde) niet in rechte afdwingbaar zijn. Een belegger zou zo aan zijn verplichtingen onderuit kunnen komen door een beroep te doen op deze wetgeving met betrekking tot kansspelen. Deze constructie komt in de Duitse rechtsliteratuur bekend te staan als de *Differenzeinwand*. Het in rechte afdwingen van de verplichtingen voortvloeiend uit een optietransactie blijkt later zelfs ook niet mogelijk te zijn voor partijen in andere lidstaten van de EEG.<sup>90</sup> Opmerkelijk is, dat de Nederlandse wetgeving (en overigens ook de Britse) in casu op dat moment grote gelijkenis vertoont met de Duitse: ook in Nederland zijn gokschulden niet afdwingbaar door naar de rechter te stappen. Dit wordt echter veel later pas als een probleem gezien, namelijk bij de introductie van indexopties (zie hoofdstuk 4). In Duitsland is de juridische interpretatie op dat moment echter, dat het niet rechtelijk afdwingbaar zijn voor *alle* opties geldt. Om te voorkomen, dat een klant op deze manier onder haar verplichtingen uit een optietransactie uit kan komen, worden opties alleen aangeboden aan klanten waarmee een vertrouwensrelatie bestaat. Het verband tussen gokken en opties, dat in verschillende landen in de loop van de geschiedenis gelegd is, lijkt derhalve nergens zo sterk in de rechtsinterpretatie gecementeerd te zijn als in Duitsland. Een ander aspect dat voor de Duitse overlegpartners belangrijk is, vloeit ook voort uit wettelijke bepalingen. Het betreft hier de dekking van opties die geschreven worden. Tot 1975 was ongedekt schrijven in Duitsland geheel verboden. Vanaf dat jaar geldt een minimale dekking van 50%: de helft van alle aandelen waarop een optiecontract betrekking heeft, moet gedeponereerd worden bij de *Lombardkasse* (het centrale aandelendepot). De Duitsers wensen echter uit te gaan van de 100%-eis voor de Europese optiemarkt.<sup>91</sup>

De Duitse opstelling naar de EOE is in beginsel weliswaar positief, maar de Duitse banken willen hun eigen plannen met de *Optionsgeschäfte* (het “troetelkind van de Duitse banken”) niet opgeven.<sup>92</sup> Terwijl in Nederland en in de Verenigde Staten de inspanningen er op gericht waren om opties erkend te krijgen als ‘effecten’, zijn de Duitse partijen op de optiemarkt juist gebrand op het vermijden van deze definiëring van opties. Daarom legt men strategisch de nadruk op de al bekende handel op de CBOE als *Differenzgeschäft*. Later blijkt echter, dat men als voornaamste aanspreekpunt voor de leden van het EOE-bestuur, vaak een vertekend beeld van de situatie geschetst heeft. De opties die op de beurs van Frankfurt officieel genoteerd worden, blijken om die reden namelijk buiten de *Differenzeinwand* te vallen. Wanneer de EOE in Duitsland als officiële beurs erkend zou kunnen worden, zouden ook de Amsterdamse opties gevrijwaard zijn van de beperkingen van het

---

<sup>90</sup> Europees Hof, Arrest van het Hof van 24 Oktober 1978. Société Générale Alsacienne de Banque SA tegen Walter Koestler: “Beurstermijntransacties en het vrij verrichten van diensten” – Verzoek om een prejudiciële beslissing, ingediend door het Oberlandsgericht Keulen. Zaak No. 15/78.

<sup>91</sup> Vergadering van de gedelegeerden van Europese aandelenbeurzen en de CBOE te Amsterdam, 16 en 17 juni 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>92</sup> Bestuursvergadering van de Stichting Voorbereiding EOE van 2 december 1976. Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

*Differenzgeschäft*.<sup>93</sup> De tegenwerking blijkt voornamelijk van één grote Duitse bank te komen, die niet gecharmeerd is van het idee van de EOE om opties op Duitse aandelen te gaan verhandelen.<sup>94</sup> Omdat de Frankfurtse optie-enclave iedereen buitenspel houdt, besluiten de Nederlanders om direct in contact te treden met de Duitse beursbesturen. Deze staan veel positiever tegenover de EOE plannen. Ze lijden zelf een enigszins noodlijdend bestaan, en deelname aan de EOE kan voor extra inkomsten zorgen. Hoewel ook de voor ‘optienotering’ in aanmerking komende Duitse ondernemingen geen bezwaar hebben, weigeren de Duitse banken daarentegen zelfs om lid te worden van de EOE wanneer de optiebeurs doorgaat met de plannen voor ‘Duitse opties’.<sup>95</sup> Ondanks het feit, dat de EOE speciaal voor de nieuwe optieklassen de strenge Duitse dekkingseisen overneemt, blijft de tegenwerking bestaan. Als op 13 februari 1980 de opties op Duitse waarden geïntroduceerd worden, is bovendien ook hier de aanlevering van de aandelenkoersen een probleem. Deze moeten van *Reuters Equity Service* afgelezen worden en vervolgens handmatig in het systeem van de EOE ingevoerd worden.<sup>96</sup> Ook de levering van Duitse aandelen ter dekking van de posities blijkt problematisch, wederom omdat de Duitse banken niet meewerken. Om de aantallen benodigde aandelen te beperken, wordt al besloten om de dekkingseisen voor de Duitse posities aan te passen aan die van de andere optieklassen, maar de leveringsproblemen blijven bestaan. Wanneer de enig overgebleven handelaar in de Duitse opties in 1983 nog geen mogelijkheid ziet om de onderliggende waarden snel en efficiënt te kunnen verkrijgen, wordt besloten om geen nieuwe optieseries op Duitse waarden meer te introduceren.<sup>97</sup>

## 4. Toezicht

### 4.1 Een nieuw regime

De pogingen om de EOE als Europese optiebeurs te realiseren brengt de *institutional entrepreneurs* uit Amsterdam in contact met diverse buitenlandse instanties, interpretaties en regels die regelmatig voor de nodige hoofdbreken zorgen. In Nederland verloopt de financieel-politieke kadering van de EOE echter relatief gemakkelijk. De kwestie van de gewenste toezichtvorm komt bij de conceptie van de markt al in een vroeg stadium aan de orde. De rol die de VvdE voor zichzelf weggelegd ziet in het economisch bestel van Nederland, en haar positie in overlegstructuren (zie hierna) maken het overleg met regelgevende instanties over de plannen relatief laagdrempelig. Al vanaf het begin wordt daarom besloten om een nauw –aanvankelijk informeel maar in een later stadium formeel– contact te houden

---

<sup>93</sup> Brief van Scholten en Westerterp aan de CTO van 20 maart 1979. Nationaal Archief MvF, (1889) 1954-1995: 359.

<sup>94</sup> Ibid. De banken waren eerder absoluut niet gelukkig met de suggestie van de EOE-delegatie, dat opties op Duitse aandelen “zonder meer” in de notering opgenomen kunnen worden. Bestuursvergadering van de Stichting Voorbereiding EOE van 2 december 1976. Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>95</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 31 augustus 1978; idem van 23 november 1978. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>96</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 14 februari 1980. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1. De aandelen, waarop opties genoteerd worden zijn BASF, Mannesmann, Siemens, Veba en Volkswagen.

<sup>97</sup> Besluit van het EOE-bestuur in de vergadering van 17 november 1983. Het besluit om de dekkingseisen aan te passen werd genomen in de vergadering van 13 november 1980. Beiden uit Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1. De handel in deze opties stopt uiteindelijk op 18 mei 1984.

met het Ministerie van Financiën.<sup>98</sup> Alleen de Minister van Financiën is in Nederland bevoegd om een vergunning af te geven voor het stichten van een beurs. Een dergelijke vergunning wordt verleend op grond van de Beurswet van 1914.<sup>99</sup> In de praktijk na de introductie van deze wet is er een evenwicht ontstaan, waarin aan de effectenbeurs een zelfregulerende taak is toegekomen. Bij deze praktijk wil de EOE graag aansluiten, hoewel men ook al snel beseft dat “een minder vrijblijvende regeling” noodzakelijk zal zijn. Vooral het internationale karakter van de nieuwe beurs, de belangen van het beleggend publiek en “de partijen waarmee ter zake van de handel en afwikkeling der transacties rekening moet worden gehouden” leiden tot dit inzicht.<sup>100</sup> Het betekent ook, dat met betrekking tot het toezicht op de optiebeurs een delicate balans gehandhaafd moet worden. Er moet een regeling komen “die aansluit bij de voorschriften geldend voor de organisaties waarmee de EOE relaties zal (moeten) onderhouden en die (nog) aanvaardbaar mag worden geacht door toekomstige leden van de EOE zonder inbreuk te doen op met betrekking tot de Amsterdamse Effectenbeurs geldende gebruiken.”<sup>101</sup> Vanuit het Ministerie wordt positief gekeken naar de ontwikkelingen in Chicago en de rol van de SEC in het toezicht op de markt. In de vergadering van de commissie op 23 april 1976 kan dan ook gerapporteerd worden, dat als de grote lijnen van de prospectus van de CBOE worden overgenomen, “dit bij financiën gunstig [zal] vallen.”<sup>102</sup> Op het Ministerie vat E. Canneman (hoofd afdeling Financiële Markten en Instellingen) op dat moment in een notitie aan de Thesaurier-Generaal (TG) Wellink de stand van zaken samen. Hij stelt, dat het verlenen van toestemming voor de optiebeurs afhankelijk moet zijn van voldoende belangstelling van beleggers, het actief zijn van voldoende marktpartijen op de vloer en een verantwoorde keuze van de onderliggende waarden.<sup>103</sup> Voor wat betreft het eerste punt kan naar de ervaringen in de VS gekeken worden, waar de belangstelling voor de CBOE duidelijk groot is. Tegelijkertijd heeft Robeco (een grote institutionele belegger) “mij informeel van zijn belangstelling voor de optiehandel op de hoogte gebracht.” Het tweede punt heeft volgens Canneman vooral betrekking op garanties voor een faire en open koersvorming. Hij vreest namelijk, dat “banken ook op deze markt en in de organisatie van de clearing een overheersende rol zullen spelen”, hetgeen volgens hem belangenvermenging en misbruik van voorinformatie kan opleveren.<sup>104</sup> Aan het voorkomen van een dergelijke situatie is het Ministerie veel gelegen. Men laat dan ook niet na om dit niet alleen duidelijk kenbaar te maken aan de overlegpartners, maar dit

---

<sup>98</sup> Vergadering van de commissie op 22 mei 1975. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>99</sup> De Beurswet van 1914 was oorspronkelijk bedoeld als een tijdelijke wet, maar werd pas in 1992 vervangen door de Wet Toezicht Kredietwezen (Wtk) en de Wet Toezicht Effectenverkeer (Wte). Deze werden op hun beurt vervangen door de Wet op het Financieel Toezicht (Wft) in 2008.

<sup>100</sup> Notitie van de Stichting Voorbereiding EOE getiteld ‘Verhouding EOE/Ministerie van Financiën’. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>101</sup> Ibid.

<sup>102</sup> Vergadering van de commissie op 23 april 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A. Het Ministerie blijkt later zelfs dermate overtuigd te zijn van het OCC/CBOE model, dat men op de hoogte gehouden wil worden van iedere voorgenomen afwijking. Bestuursvergadering EOE van 1 februari 1978, Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>103</sup> Notitie van E. Canneman aan de Thesaurier-Generaal via directeur BGW van 17 juni 1976. Nationaal Archief MvF (1889) 1954-1995: 358.

<sup>104</sup> Ibid.

daarnaast in een vroeg stadium via een persbericht openbaar te maken. Bij de goedkeuring “valt de nadruk op het bieden van voldoende waarborgen voor een doorzichtige en eerlijke koersvorming en op het tegengaan van machtsmisbruik.”<sup>105</sup> Voor de keuze van de onderliggende waarden tenslotte, dienen alleen fondsen met voldoende marktkapitalisatie en een aanzienlijke beursomzet in aanmerking te komen. De Thesaurier-Generaal onderschrijft in een begeleidende notitie deze punten, en stelt een gedragslijn voor, waarin het Ministerie dit als een particulier initiatief beschouwt, “dat wij in beginsel positief tegemoet treden”, maar dat wel duidelijk moet worden, dat er beperkende maatregelen worden genomen als de beurs in de praktijk niet werkt (een “te ‘speculatief’ element” bevat).<sup>106</sup> De nieuwe entiteit moet in ieder geval “gekanaliseerd” worden, en voorkomen dient te worden, dat beleggers “onnodige risico’s gaan nemen.”<sup>107</sup>

De mogelijkheid tot het nemen van deze maatregelen wordt in principe vanuit de Stichting zelf aangereikt, door vanaf het begin de nadruk te leggen op een goede controle van de beurs door een apart orgaan. Het is vanaf het begin voor de diverse commissies en besturen duidelijk, dat “een goede optiemarkt valt of staat met stringente controle.”<sup>108</sup> Het initiatief om een vorm van extern toezicht op te zetten komt dan ook vanuit de optiebeurs zelf, iets wat in de traditioneel gesloten beurswereld niet minder dan revolutionair is (interview met T. Westerterp), en in contrast staat met de situatie in Londen. Daar werd immers in eerste instantie afgezien van de plannen voor een optiebeurs omdat men bevreesd was toezicht voor het beurswezen binnen te halen. Voor het toezicht op het op te richten gezamenlijke clearingsysteem (EOCC) kloppen commissieleden Muntinga en Scholten overigens het eerst aan bij De Nederlandsche Bank (DNB) (mogelijk op grond van de Wet Toezicht Kredietwezen of de Wet op Beleggingsinstellingen), maar DNB geeft bij monde van H. Coljé aan hier niet in te kunnen voorzien. In een interne notitie laat Coljé weten: “Zij hebben gehengeld, wij zien niet dat we er iets aan moeten doen” en: “Moeten wij [het Ministerie van] financiën niet even laten weten dat wij niet zien wat we aan de optiehandel moeten doen?”<sup>109</sup> Uit de communicatie tussen beide toezichtorganen blijkt vervolgens al snel, dat DNB geen rol voor zichzelf ziet weggelegd voor wat betreft het toezicht op de optiebeurs. Dit wordt volledig het terrein van Financiën. De VvdE ziet dit enigszins bezorgd aan. Men is namelijk bang dat de toezichtvorm die vanuit het Ministerie van Financiën wordt aangedragen, namelijk een speciale commissie van toezicht op de optiebeurs, zich op den duur ook gaat bemoeien met de handel op de effectenbeurs. De Stichting stelt daarom voor om de Raad van Commissarissen van de vereniging EOE te belasten met het toezicht op de optiebeurs, maar

---

<sup>105</sup> Persbericht van het Ministerie van Financiën van 21 september 1976.

<sup>106</sup> Notitie van E. Canneman aan de Thesaurier-Generaal via directeur BGW van 17 juni 1976. NA, MvF, (1889) 1954-1995: 358. Aanhalingstekens in origineel.

<sup>107</sup> Ibid.

<sup>108</sup> Vergadering van de commissie op 22 mei 1975. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A; interview met L. Scholten.

<sup>109</sup> Interne notitie van Coljé aan van Roenbergh, NA, DNB, inv.nr. 11.977.



dit wordt door Financiën verworpen vanwege de inherente belangenverstrengeling.<sup>110</sup> Het toezicht van de Minister zal namelijk “waar het hier een nieuwe, in Europa nog onbekende beurs betreft, vooral ook gericht moeten zijn op lacunes in statuten en reglementen en gebreken in het functioneren van de beurs.”<sup>111</sup> Het Ministerie onder Minister van Financiën Duisenberg houdt derhalve vast aan de eis voor een onafhankelijke commissie van toezicht, die zich “intensief en actief bezig [moet] houden in [sic] het toezicht, ook ter plaatse.”<sup>112</sup> Deze commissie wordt dan ook per Beschikking van 20 februari 1978 opgericht als de Commissie van Toezicht op de Optiebeurs (CTO). De Minister draagt het toezicht op de optiebeurs over aan de commissie op grond van de eerder genoemde Beurswet van 1914. Daarmee komt een einde aan een lange periode waarin de beurshandel in Nederland vrijwel autonoom heeft kunnen opereren. Sinds de invoering van de Beurswet werden er vanuit het Ministerie van Financiën wel pogingen ondernomen om het toezicht op de effectenbeurs te intensiveren, maar die konden door de Vereniging voor de Effectenhandel altijd gepareerd worden door zowel de (informele) overlegmomenten met de Minister uit te breiden, alsmede door steeds vaker zitting te nemen in commissies en andere formele overlegorganen. Hiermee werd de VvdE onderdeel van de Nederlandse overlegstructuur zoals die zich na de Eerste Wereldoorlog begon te vormen (De Vries 1976). De Vereniging weet de effectenhandel uit de groeiende stroom overheidsreguleringen te houden door er op te wijzen “(..) dat de effectenhandel in Nederland een voorbeeld van een bedrijf is dat zichzelf in de loop der jaren regels van verstrekkende en bindende aard heeft opgelegd die een ‘ordering’ van bovenaf overbodig maakt.”<sup>113</sup> De Beurswet blijft hiermee lange tijd (tot 1985) de enige publiekrechtelijke bron van regulering voor de beurshandel (Grundmann-van de Krol, 2007: 7).<sup>114</sup> De reden, dat er in 1978 toch een commissie van toezicht wordt ingesteld voor de optiebeurs, werd achteraf uitgelegd als “(..) gelegen in het feit, dat het hier [een] nieuwe markt (..) betrof die door de Minister als riskant werd beschouwd. Het toezicht op die markten moest daarom wat meer inhoud krijgen.”<sup>115</sup> De uitbreiding van het toezicht tot de effectenbeurs blijft daarmee in eerste instantie uit. Het Ministerie ziet de EOE als een eigen, los van de VvdE staande entiteit.<sup>116</sup> Wat minder subtiel vraagt men zich intern op het Ministerie af, of een optiemarkt niet ‘het casino van de aandelenmarkt’

---

<sup>110</sup> Brief van Ministerie van Financiën aan DNB, 9 augustus 1977, NA, DNB, inv.nr. 11.977. In de brief staat, dat het voorstel voor het toezicht door de VvdE gedaan werd, terwijl dit volgens de notulen van de bestuursvergadering van de Stichting Voorbereiding EOE van 9 juni 1977 door de Stichting gedaan werd. Waarschijnlijk werd het voorstel op instigatie van de VvdE gedaan.

<sup>111</sup> Brief van de Minister van Financiën aan Stichting Voorbereiding EOE van 1 augustus 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B.

<sup>112</sup> Nota van Canneman van 31 januari 1977. NA, MvF (1889) 1954-1995: 358.

<sup>113</sup> De Vries (1976), p. 142.

<sup>114</sup> In 1985 komt de Wet Effectenhandel (Weh) tot stand, die echter alleen betrekking had op effectenhandel buiten de georganiseerde beurzen.

<sup>115</sup> Ministerie van Financiën (1996), p. 119. Het werk van de Commissie van Toezicht werd pas in 1988 overgenomen door de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE; later overgegaan in de Autoriteit Financiële Markten [AFM]), opgericht door de VvdE en de Vereniging EOE. Hiermee kwam het toezicht los van het Ministerie te staan (Grundmann-van de Krol 2007: 8).

<sup>116</sup> Notitie van Canneman van 5 februari 1978. NA, MvF (1889) 1954-1995: 358.

is.<sup>117</sup> Dit raakt een cruciaal punt in de pogingen om de optiebeurs te legitimeren naar de financiële autoriteiten. De associatie van opties met gokken (paragraaf 2) moet ook hier kost wat kost vermeden worden, en daarom wordt de nadruk op andere aspecten van de optiehandel gelegd. Zo is er het gepercipieerde belang van de optiebeurs voor de positie van Amsterdam als financieel centrum, waarvan men weet dat het door het Ministerie als belangrijk wordt ervaren. Bovendien wordt het speculatieve element van opties gekoppeld aan de bedoelingen van de gebruiker. Alle beleggingsinstrumenten, ook aandelen, kunnen speculatief gebruikt worden, maar opties bieden ook de mogelijkheid om een aandelenportefeuille af te dekken tegen koersverliezen. Een optie is daarmee ‘onlosmakelijk’ verbonden met het eigendom van aandelen. Met dit argument kan men bovendien voortbouwen op het project van de herwaardering van de aandelenhandel dat de VvdE al vóór de planning voor een optiebeurs begonnen was ondernomen had: aandelen moesten meer gezien worden als motor voor de economie en een belangrijke financieringsbron voor de bedrijven die door middel van hun investeringen de economische groei bevorderen. Het wantrouwen tegen aandeelhouders moest worden weggenomen, hetgeen ook weer gunstig zou zijn voor de optiebeurs.<sup>118</sup> De particuliere belegger komt daarmee in het middelpunt van de belangstelling te staan, en het Ministerie drukt de vertegenwoordiging van de Stichting Voorbereiding EOE daarom ook op het hart, om veel aandacht te besteden aan de bescherming van de kleine belegger. Dit is noodzakelijk, temeer om groeperingen ter bescherming van consumentenbelangen en het Ministerie van Economische Zaken “de wind uit de zeilen te nemen.”<sup>119</sup> De uiteindelijke statuten van de EOE bevatten alle wensen van het Ministerie van Financiën. De erkenning van de beurs door hetzelfde Ministerie zorgt er op haar beurt voor, dat de optiemarkt als financiële markt onder de Beurswet kan functioneren, en dat opties uiteindelijk als effecten beschouwd kunnen worden. De positieve houding van het Ministerie wordt nog eens onderstreept door Scholten (interview met L. Scholten):

“Iemand als Van Ittersum heeft in die tijd, samen met Duisenberg [Minister van Financiën] overigens, die op de achtergrond toekeek naar het geheel (..) ervoor gezorgd (..), dat van de zijde van de overheid niets in de weg is gelegd. Daar is zeer zorgvuldig toegekeken van ‘wat kan er allemaal’. [H]et merkwaardige is dat er bepaalde banken zijn geweest die (..) achteraf pas hebben begrepen dat het toch niet zo heel verstandig was om zo afzijdig te blijven staan als ze in het begin hebben gedaan [sic] tegenover die optiebeurs, omdat ze toch door iemand als Duisenberg –die verder doordacht– er duidelijk op gewezen [werden] dat [het Ministerie] er wat in zag. De positie van Amsterdam als financieel centrum was [daarbij] één van de belangrijkste dingen.”

---

<sup>117</sup> Brouwer in zijn toespraak op het Financiële Telegraaf seminar *Option: international seminar on the occasion of the opening of the EOE in Amsterdam*, 14 maart 1978. Later herhaalt hij deze perceptie in zijn toespraak voor het Departement 's Gravenhage van de Maatschappij voor Nijverheid en Handel op 22 mei 1980. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141C.

<sup>118</sup> Deze gedachtegang is onder andere terug te vinden in het *Marketing and PR plan-The Netherlands 1979-1980* van de EOE. Hierin is te vinden, dat het doel is “[to] create a climate in which the importance of investing in risk-bearing capital is understood, by eliminating existing prejudices and emphasising [sic] the social relevance of stock-ownership, and the function of stock-exchanges in relation to this.” Aange troffen in Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>119</sup> Verslag van de bespreking van Henkelman en Scholten met B.F. Baron van Ittersum, J. van der Beek en E. Canneman van het Ministerie van Financiën op 9 april 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B.

De Commissie van Toezicht komt onder voorzitterschap van de Rotterdamse hoogleraar monetaire economie Pieter Korteweg te staan. Daarnaast bevat het secretariaat van de commissie twee vertegenwoordigers van het Ministerie (J. Korthals Altes en E. Canneman, welke in een eerder stadium al betrokken was bij het overleg met de EOE), de agent van het Ministerie in Amsterdam (H. Bevers; de Amsterdamse agent van het Ministerie vervult van oudsher een belangrijke rol in de contacten van de overheid met het beursbedrijf), advocaat J. van Praag Sigaar uit Amsterdam, E. Tervooren, de ex-financieel directeur van Esso Nederland, en tot slot de algemeen financieel-economisch directeur van de Gasunie, W. Verhoeven. De CTO plaatst haar bevoegdheid al snel in een kader dat vooral de toelatingseisen van nieuwe optieklassen en de controle op het functioneren van de optiemarkt –zoals die door de EOE onderhouden wordt– omvat. Voor wat betreft de toelatingseisen ontwikkelt de CTO (waarbij vooral de voorzitter een grote rol speelt vanuit zijn achtergrond als econoom) een aantal criteria voor de “objectivering van de toewijzing van optiefondsen”. Deze hebben betrekking op het aantal uitstaande aandelen, de omzet en de volatiliteit (of ‘bewegelijkheid’) van de handel die er in plaatsvindt.<sup>120</sup> De gedachte, die achter deze criteria ligt is, dat de invloed van de optiehandel op de aandelenhandel zo gering mogelijk dient te zijn. Door alleen opties toe te laten op ‘grote’ fondsen die veel verhandeld worden tegen voldoende fluctuerende koersen kan deze beïnvloeding (“of zelfs manipulatie”) geminimaliseerd worden.<sup>121</sup> De controle zal plaats gaan vinden middels een twee wekelijkse rapportage van het controlebureau van de EOE aan de CTO. Hierbij wordt de CTO bovendien bevoegd om inlichtingen te vragen aan alle organen van de EOE, en kan ze ook zelf opdrachten geven aan het controlebureau. Tot slot kan ze in het uiterste geval een advies tot sluiting van de markt afgeven aan de Minister.

#### 4.2 Toezicht vanuit de VS

De handel in opties op Amerikaanse aandelen werd als één van de fundamenteën van de EOE beschouwd. Wat de CBOE betrof was het tevens de voornaamste bestaansreden van de Europese beurs. Dit gegeven bracht de optiebeurs in aanraking met de toezichtsfere van de Amerikaanse autoriteiten. Aangezien de EOE voor de clearing van de opties op Amerikaanse aandelen namelijk aangewezen zou zijn op de OCC, diende men aansluiting te zoeken bij de Amerikaanse regelstructuur. De indirecte invloed, die de *Securities and Exchange Commission* (SEC) op deze wijze uitoefende op het ontwerp van de EOE was hierdoor in sommige opzichten substantieel. De beurzen in de Verenigde Staten stonden namelijk onder een beduidend strakker toezichtregime dan de effectenbeurzen in Nederland of elders in Europa. De *Securities and Exchange Act* van 1933, die de SEC in het leven riep, was geschreven met de beurskrach van 1929 en de daarop volgende economische depressie op de

---

<sup>120</sup> Bespreking van de CTO met het bestuur en directie van de EOE op 15 maart 1978. NA, MvF (1889) 1954-1995: 358.

<sup>121</sup> Brief van de CTO aan de Minister van Financiën, juni 1980. NA, MvF (1889) 1954-1995: 360.

achtergrond. De SEC kreeg op basis van die wet vergaande bevoegdheden om toezicht te houden op de effectenbeurzen, waaronder sinds 1973 ook de optiebeurzen vielen. De EOE zou nu als effectenbeurs moeten worden aangemerkt door de SEC, zodat het mogelijk zou worden om te participeren in het clearingproces van de OCC. Bovendien werd het door de status van *participating exchange* mogelijk voor Amerikaanse *brokers* om transacties voor Amerikaanse beleggers op de EOE uit te voeren. Werden de relaties met de CBOE op een bepaald moment duidelijk gedomineerd door een juridische component, dan gold dit in nog verdergaande mate voor de relaties met de SEC. De contacten liepen in het bijzijn van juridische adviseurs Hodes en Leibowitz van Wilky Farr Gallagher & Co. advocaten te New York, maar ook met juridische bijstand verliepen de onderhandelingen traag. De SEC was in de ogen van de Amsterdamse delegaties een gesloten, ondoorzichtig en “erg geheimzinnig” instituut.<sup>122</sup> Aangezien de handel in opties op Amerikaanse aandelen echter als van fundamenteel belang voor de optiebeurs gezien werd, werd er veel tijd gestoken in de registratie van de EOE bij de SEC, met als uiteindelijke doel het creëren van zogenaamde ‘fungibele opties’. Dit is een constructie waarbij de opties op Amerikaanse onderliggende waarden van zowel de Europese optiebeurs als de verschillende Amerikaanse beurzen in één gezamenlijk clearingsysteem terecht zouden komen, en zo onderling perfect uitwisselbaar zouden zijn. Het minder aantrekkelijke alternatief was een parallelmarkt: de ‘Amerikaanse’ opties zouden dan apart van de optiehandel in Chicago in Amsterdam gecleared en verhandeld worden.

Aanvankelijk leken de vooruitzichten op een spoedige erkenning van de EOE als eerste niet-Amerikaanse beurs als ‘SEC-beurs’ gunstig. Het overnemen van de controlemechanismen van de CBOE vergemakkelijkte de argumentatie van de EOE bij de Amerikaanse toezichthouder ten zeerste. Bovendien sprak de SEC bij herhaling haar voorkeur uit voor concurrentie tussen beurzen, een concept waarin de EOE prima zou passen.<sup>123</sup> Eind 1977 besluit de SEC echter om een tot dan toe officieus onderzoek naar onder andere gefingeerde transacties en niet eerlijke verlopende handel op de grote Amerikaanse optiebeurzen een officiële status te geven. De *Midwestern Stock Exchange* dreigt namelijk een rechtszaak aan te spannen, en dit noopt de SEC tot het officieel uitvoeren van een studie naar mogelijke malafide praktijken. Afhangende de resultaten van dit onderzoek besluit de SEC bovendien om in de VS een moratorium op nieuwe optieklassen in te stellen. Afgezien van de onwelkome kwalijke beeldvorming heeft dit ook een direct markttechnisch gevolg voor de Amsterdamse optiebeurs: de *clearing* van de opties op Amerikaanse aandelen via de OCC komt door de onzekere situatie in gevaar. Om een goede inschatting te krijgen van de ontstane situatie raadpleegt een Amsterdamse delegatie tijdens een speciaal ingelaste reis het netwerk van zowel de nieuwe contacten uit de optiewereld (de “*angry young men*”) als van de “oude bekenden” in de VS. Alle gesprekspartners zijn van mening dat de optiehandel niet in gevaar komt; de optiebeurzen zijn

---

<sup>122</sup> Interview met L. Scholten.

<sup>123</sup> Bericht van het overleg van Robert Hodes met de SEC in de bestuursvergadering van de Stichting Voorbereiding EOE van 12 november 1976; Bestuursvergadering van de Stichting 2 december 1976; Verslag van het overleg in de VS van 6 t/m 14 november 1977. Archief Stichting Vvde/beursarchief 010:1.

voldoende geïnstitutionaliseerd in het Amerikaanse financiële systeem en de markten zijn inmiddels zo groot dat daar geen twijfel over bestaat. Het moratorium biedt volgens sommigen zelfs een welkome pas op de plaats. Volgens medewerkers van Merrill Lynch gaat het de SEC vooral om het meer inhoud geven aan de toezicht op de optiebeurzen, en volgens de brokers van Donaldson, Lufkin & Jenrette doen de problemen zich voornamelijk voor op beurzen die volgens een *matching* achteraf werken (zie hoofdstuk 3). Het onderzoek is voor de EOE dan ook aanleiding om de reglementen nog eens kritisch te bekijken. Door het SEC-onderzoek, en de berichtgeving daarover in Europa, wordt het belang van een goede controle nog groter geacht om zich als een betrouwbare en geloofwaardige beurs te kunnen blijven presenteren. Intern wordt er echter niet al te veel belang gehecht aan de Amerikaanse strubbelingen. Het betreft praktijken die in Europa niet eens illegaal zouden zijn, en bovendien heeft men inmiddels het idee dat het ook in de VS wel meevalt met gevolgen voor de optiehandel. Hoewel het moratorium betekent dat de NYSE de vergevorderde plannen voor een optiebeurs voorlopig moet uitstellen, bestaat in Amsterdam de overtuiging dat de SEC de start van de EOE niet zal dwarsbomen. Op 19 december 1977 krijgt Muntinga in een onderhoud met stafleden van de SEC in New York inderdaad de bevestiging dat de EOE de handel in opties op Amerikaanse aandelen gewoon mag beginnen.<sup>124</sup> Er moet echter wel geconstateerd worden dat “fungibele opties en clearing door de OCC voorlopig te vergeten zijn.”<sup>125</sup> De handel in opties op Amerikaanse aandelen zal daarom in eerste instantie op een parallelmarkt (met clearing door de eigen EOCC) moeten plaatsvinden. De opzet van een parallelmarkt biedt ook voordelen. Men moet het nu weliswaar zonder het prestige van een *seal of approval* van de SEC doen, maar de relevantie hiervan is enigszins afgenomen doordat de invulling van de Europese component van de EOE toch al aarzelend verliep. Bovendien is het delicate vraagstuk van de precieze omvang van de controlerende bevoegdheden van de SEC nu omzeild. Eerder werd al duidelijk gesteld dat de SEC niet “op welke wijze dan ook – anders dan met betrekking tot de Amerikaanse leden in hun verhouding tot de OCC – een controlerende bevoegdheid” dient te krijgen.<sup>126</sup> Dit bleek voor de SEC zelf ook telkens weer een heikel punt: men zag onvoldoende mogelijkheden om de EOE te controleren, ondanks een *mutual agreement* met het Nederlandse Ministerie van Financiën.<sup>127</sup> Na 1978 blijft de SEC-registratie op de agenda staan, maar door de tegenvallende omzetten in de opties op Amerikaanse aandelen en het krappe budget heeft het lange tijd geen prioriteit meer.<sup>128</sup>

---

<sup>124</sup> Muntinga in de gezamenlijke vergadering van het bestuur van de VvdE en de EOE van 5 januari 1978. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>125</sup> Verslag van de Amerikareis van 6 t/m 14 november 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>126</sup> Memo van de Stichting Voorbereiding EOE van 24 mei 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

<sup>127</sup> Verslag van het overleg met de SEC, 19 december 1977, Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

Vermeld wordt, dat een dergelijke overeenkomst “zelden of nooit” tot stand was gekomen tussen een Amerikaanse en buitenlandse overheidsinstelling. Helaas heb ik in geen van de onderzochte archieven een schriftelijk neergelegde overeenkomst van die aard gevonden.

<sup>128</sup> Brouwer in de bestuursvergadering van de EOE van 17 september 1981. Archief Stichting VvdE/beursarchief 010:1.

## 5. Pers, publiek en perceptie

Binnen het bestuur van de Vereniging EOE wordt er enigszins gemord over de manier waarop een groot gedeelte van de pers bericht over opties en de aankomende beurs in Amsterdam. Het SEC-onderzoek is daar een voorbeeld van. Scholten vertelt in het overleg met de VvdE onomwonden, dat de persmedia “de zaak [hebben] opgeblazen.”<sup>129</sup> Vanuit de pers ontstaat op dat moment voorzichtig meer belangstelling voor het fenomeen ‘optiehandel’. *NRC Handelsblad* plaatst op 8 oktober 1977 een enigszins kritisch artikel, waarin de journalist zich afvraagt: “Is dit windhandel? Of keert de tulpenhandel uit de 17<sup>e</sup> eeuw terug in de Amsterdamse koopmansbeurs?”<sup>130</sup> Veel journalisten blijken de optiehandel toch voornamelijk te beschrijven in termen van ‘spel’, ‘speculatie’ en, zoals hierboven al aangehaald, het beladen ‘windhandel’. Hierbij speelt ook een belangrijke rol dat de optiehandel in de Verenigde Staten, juist op het moment dat de voorbereidingen in Amsterdam in volle gang zijn, in een minder goed daglicht komt te staan. Tjerk Westerterp, de kersverse directeur van de inmiddels opgerichte European Options Exchange<sup>131</sup>, ziet zich genoodzaakt om er in de *Volkskrant* op te wijzen dat er in Nederland een “(..) strak toezicht op de optiebeurs” komt. De beurs in Chicago is “ongekend snel gegroeid, daardoor is er te weinig controle geweest.”<sup>132</sup>

Feit is echter, dat er weinig andere informatiebronnen beschikbaar zijn voor beleggers om zich een beeld te vormen van de aankomende optiehandel. De nadruk die in de voorbereidingsfase gelegd wordt op de aspecten van lidmaatschap, het Europese karakter van de EOE en de toezicht- en regulatieve structuur van de beurs geeft al aan, dat de vraag naar opties nooit geïdentificeerd werd. Hier vertrouwde men bijna volledig op de inspanningen van de leden van de beurs om beleggers te interesseren voor de nieuwe instrumenten. Alle voorlichtings- en educatieve programma’s waren dan ook gericht op de beroepsgroep, en deze mensen werden ook geacht de vers gedrukte folders te verspreiden onder hun cliënten. Ook de overige marketinginspanningen waren gericht op het bekend maken van opties bij analisten en beursleden. J. Nederstigt vertelt (interview met J. Nederstigt): “Er was niets aan informatie. De enige manier waarop beleggers iets van de optiebeurs konden weten was van de berichtgeving in de kranten. Dat was toch wel merkwaardig.” Van Ittersum legt de traditionele rolverdeling binnen de VvdE op dat moment uit (interview met B.F. van Ittersum):

“Wij mochten nooit met beleggers contact hebben, we hadden alleen met de banken te maken. En de banken zorgden wel voor de marketing en het hele gebeuren. Dat hebben we ook doorbroken later, maar dat was toen gewoon: “jullie zijn er voor ons, als banken, en je houdt verder je mond dicht. En je krijgt het geld dat je nodig hebt, en verder niks en zoek het maar uit.”

---

<sup>129</sup> Scholten in zijn verslag aan de bestuursvergadering van de VvdE, 1 december 1977. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>130</sup> *NRC Handelsblad* van 8 oktober 1977, fotocopie in NA, DNB, inv. nr. 11.977.

<sup>131</sup> De EOE wordt op 30 november 1977 opgericht door het passeren van de oprichtingsakte bij notaris Kantoor Lubbers, Dijk, Van Erk, Santen en Groen in Amsterdam. Copie van de oprichtingsakte gevonden in Nationaal Archief, De Nederlandsche Bank (1756) 1814-1980 (1995), inventarisnummer 11.978.

<sup>132</sup> *Volkskrant* van 24 januari 1978, fotocopie in NA, DNB, inv. nr. 11.978.

De financiële redacties van de diverse dagbladen moeten daarom zelf op onderzoek uit gaan, en hier blijkt men nog graag bereid te zijn om opties te vergelijken met loterijen en casino's. De zorgvuldige constructie van opties als verzekeringsproducten, die bij de Nederlandse autoriteiten en moderne bankiers op een positieve respons kon rekenen, wordt niet altijd opgepikt door de media. Op een vraag van een lezer van *Beleggersbelangen* bijvoorbeeld (die vraagt of het zo is, dat je bij opties van tevoren je maximale verlies kent) antwoordt de redactie, dat dit weliswaar zo is, maar dat dit ook vaak niet begrepen wordt. Opties moeten vergeleken worden met de Staatsloterij: "Wat men inlegt, is men kwijt." De conclusie is dan ook: "Opties zijn derhalve alleen geschikt indien men over een bedrag beschikt waarvan men zegt: dat wil ik wel vergokken."<sup>133</sup> Zelfs insiders zoals H. Meyer van de bank De Bary (en zelf lid van de Technische Commissie) laten weten dat "bij de introductie van een officiële optiehandel moet zeer sterk in het oog worden gehouden, dat er geen sprake meer is van een actief en reëel deelnemen aan het economische gebeuren." En verder: "Levensgroot derhalve het probleem dat door het in huis halen van de optiehandel het hele beursgebeuren betrokken gaat worden in de speculatiesfeer."<sup>134</sup> Het lijkt duidelijk dat de schrijver zich het subtiële onderscheid tussen 'speculeren' en 'gokken' nog niet eigen gemaakt heeft.

Nederstigt en zijn zakenpartner nemen het initiatief om de informatie lacune enigszins op te vullen, en organiseren op 14 maart 1978 namens De Financiële Telegraaf een internationaal seminar in het Okura hotel in Amsterdam. Een groot aantal genodigden uit binnen- en buitenland luisteren naar voordrachten van Korthals Altes, Scholten en twee Amerikaanse specialisten op optiegebied, Mathew Goldstein en Dwight Koop. Er is nog een spreker. Brouwer, de directeur beleggingen van Robeco, geeft aan hoe institutionele beleggers kunnen profiteren van opties, vooral als deze op een gestandaardiseerde markt verhandeld worden. De aanwezigheid van Brouwer is belangrijk. In tegenstelling tot de grote banken is de grootste belegger van Nederland, de Rotterdamse Robeco-groep, wèl een groot voorstander van de optiebeurs. Voor de banken is Robeco een grote klant, en haar steun voor het project biedt dan ook een behoorlijk tegenwicht aan de scepsis van de banken. Brouwer geniet bovendien aanzien in de beleggingswereld, en wordt zeer gerespecteerd in de financiële wereld (interview met B.F. van Ittersum). Als hij later in 1978 voorzitter van de EOE wordt, is dit dan ook een belangrijk signaal aan de financiële wereld. G. Okkema herinnert zich over zijn sollicitatiegesprek in 1979 (interview met G. Okkenma):

"Ik maakte me wel zorgen, ik zag hoe de zaak zich ontwikkelde, en heb toen in gesprek met de toenmalige voorzitter, dat was dhr. Brouwer, die toch in die tijd als een van de topmensen in de financiële wereld gold, gevraagd: "wat vindt u nou van de vooruitzichten?" Brouwer was een klein mannetje, en, ik bedoel dit niet negatief, een beetje pedant. Dat kon hij zich ook permitteren met zijn achtergrond. Hij stond bijna op en zei tegen me: "mijnheer, u denkt toch niet dat *ik mijn* naam verleen

---

<sup>133</sup> Fotocopie van de vraag in *Beleggersbelangen* van 20 juni 1975, aangetroffen in Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B.

<sup>134</sup> H.J.J. Meyer in *FEM* van 25 juni 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141B.

aan een instituut waarvan *ik* denk dat het failliet zou gaan?” Dat was een *faux pas*, maar ik moet erbij zeggen, dat voor zover ik aarzelingen had, dat *statement* me inderdaad toch wel over de brug haalde. Die man, die kan zich niet permitteren om [aan] een bijna failliete boedel, waarvan je weet dat het alleen maar die kant op gaat, (..) zijn naam te blijven verlenen.”

Ook T. Westerterp beschrijft een gebeurtenis waaruit de impact van de verbintenis van Brouwer aan de EOE blijkt (interview met T. Westerterp):

“Hij had natuurlijk heel veel contacten, en Robeco was een goed geziene partij. We kwamen een keer met hem in Zürich, [bij een] Zwitserse bank, en daar werd hij door de voorzitter van die Zwitserse bank ontvangen. Toen zei die (ik zeg het nu in mijn eigen woorden): “*Herr Brouwer, Sie waren doch ein seriöser Mensch. Und jetzt bei einer Terminbörse!*”

Aan de vooravond van de start van de EOE is dit allemaal nog niet aan de orde. Voor het belegend publiek is er zo kort voor de opening maar één bron van informatie over de nieuwe beurs: de pers. Het bestuur van de EOE vertrouwt voor alle overige communicatie met de zo belangrijke particuliere belegger op de verkoopkanalen van banken en commissionairs. Alle voorlichting is gericht op de werknemers van deze verenigingsleden, en alle folders en brochures moeten ook via deze bedrijven de beleggers bereiken. Zoals aangegeven was vooral de AMRO bank aanvankelijk zeer terughoudend. Een oppervlakkige indicatie van de positie van enkele betrokken ondernemingen wordt geboden door een blik op de advertenties die opgenomen zijn in de speciale bijlage over de optiebeurs van het *Financieele Dagblad* van 1 april 1978. Naast gelukwensen van enkele technische partners en commissionairs vallen vooral de advertenties van de banken op. De NMB prijst opties aan en benadrukt haar eigen rol in de totstandkoming van de EOE, de Rabobank meldt garant te staan voor een “goede en snelle afwikkeling van uw optie-orders”, Pierson, Heldring en Pierson laat weten zich “ingezet te hebben voor de oprichting van de EOE”, en ook de ABN vermeldt de merites van opties. De twee advertenties van de AMRO-bank refereren echter op geen enkele manier aan opties of de optiebeurs.

## **6. Sequeelen en Effecten**

Ondanks het grote belang dat gehecht wordt aan het weer actief maken van de particuliere Nederlandse belegger is bij de conceptie van de optiebeurs de verwachting, dat voornamelijk grote beleggers, en dan met name de institutionele beleggers, de belangrijkste gebruikers van opties zullen worden. De voordelen van de nieuwe financiële instrumenten voor deze beleggers, met hun omvangrijke portefeuilles in aandelen en obligaties, worden vooral gezien op het gebied van de risicobeheersing. Het verzekeringsaspect van opties wordt hier dan ook extra benadrukt: door het schrijven van de call-opties (de enige soort die bij de start van de beurs verhandeld zou worden) kan een portefeuillehouder zich –tot op zekere hoogte– indekken tegen koersverliezen. Vanuit deze gedachtegang is de tariefstructuur van de beurs ingericht voor grotere orders, die relatief goedkoper



zijn dan kleine orders. Nog vóór dat de beurs open gaat, wordt er echter vanuit enigszins onverwachte hoek roet in het eten gegooid: diverse belastinginspecteurs beschouwen de handel in opties als tegenstrijdig met de speciale status van institutionele beleggers als beleggingsmaatschappij. Handelen in opties zou zo hun speciale belastingstatus in gevaar brengen. Vanuit Den Haag is er ter zake geen richtlijn verstrekt, zodat de individuele inspecteurs hun eigen interpretatie geven aan het beleggen in opties. En deze interpretatie heeft minder oog voor risicobeheer en portefeuille-afdekking als kenmerken van de optiehandel dan voor speculatie en het opzoeken van risico's. Voor de optiebeurs is deze uitleg van opties een tegenslag, te meer er veel energie gestoken is de definitie van optie als een 'effect'. In aansluiting op de behandeling van opties in de Verenigde Staten werd in Nederland van meet af aan ingezet op een soortgelijke definitie. De stelling, dat "begripsvorming rond de optie dient ertoe te leiden, dat de optie als een effect wordt aangemerkt" laat aan duidelijkheid niets te wensen over.<sup>135</sup> Een dergelijk classificatie heeft dan ook enkele voordelen. Allereerst vallen opties dan onder het beursbelasting regime en niet, als een 'dienst' onder een BTW-plicht. Belangrijker is echter nog de fiscale behandeling van koerswinsten. Dit aspect wordt vastgelegd in een andere constructie van het begrip 'optie': dat van een 'sequeel van aandelen'. De genese van deze term kan teruggevoerd worden tot de beslissing van het bestuur om een voormalig CDA-Minister van Verkeer en Waterstaat te vragen om de eerste directeur van de EOE te worden, de geboren Rotterdammer Tjerk Westerterp. In een opdracht aan *headhunters*-kantoor Spencer, Stuart & Associates vraagt de VvdE om een "zeer zware functionaris" als algemeen directeur van de optiebeurs. Er wordt bij vermeld, dat "financiële deskundigheid (...) in deze minder belangrijk [is] dan een aantoonbaar leiderschap."<sup>136</sup> Westerterp vertelt (interview met T. Westerterp):

"Ik was nog Minister van Verkeer en Waterstaat toen zich iemand aandiende die bij een headhuntersbureau werkte (...) Ze zochten een man met internationale ervaring. Ik dacht dat hij op zoek was naar een Directeur Generaal voor de Post Cheque en Giro Dienst, die viel onder het Ministerie van Verkeer en Waterstaat, en toen na en tijdje [bleek]: het gaat om de optiebeurs (...). Ik zei "ik heb helemaal geen verstand van opties." Ik had er eerlijk gezegd nog nooit van gehoord. (...) Maar men zocht iemand die veel contacten had in Den Haag en internationale ervaring, omdat ik ook staatssecretaris van Buitenlandse Zaken was geweest. (...) Wat ik wel merkte in het begin, was dat er veel weerstand tegen me [bestond] met name uit de kringen van de effectenbeurs, omdat men mij een vreemde eend in de bijt [vond]. Ook in het begin bij de optiebeurs zelf, die handelaren, de *market makers*, die dachten nou, dat is een vogel die blijft maar eventjes, en als het kan vliegt die terug naar de politiek."

Westerterp blijft echter tot 1993 bij de optiebeurs, en hij weet in die periode als geen ander zijn stempel op de EOE te drukken. Oud-voorzitter Brouwer kan dan later ook zeggen: "Zo'n verkoper als

---

<sup>135</sup> Bijeenkomst ter bepaling van de provisie voor aankoop van Amerikaanse opties van 6 februari 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>136</sup> Gesprek op het Ministerie van Financiën met C. van Woensel van Spencer, Stuart and associates, 21 november 1977. NA, MvF (1889) 1954-1995: 358.

Westerterp krijgt de optiebeurs nooit meer.”<sup>137</sup> De term ‘sequeel’ werd volgens Westerterp bedacht door de toenmalige staatssecretaris van Financiën, professor Adriaan Nootboom. Beide heren kenden elkaar van Westerterp’s periode als Minister, en samen kwamen zij tot de sequeel-definitie. Westerterp vertelt hierover (interview met T. Westerterp):

“We werden geconfronteerd met een fiscaal probleem. In Nederland, als één van de weinige landen overigens, is winst op effecten niet belast. Maar bij opties wist niemand: hoe moest dat nu. Er was grote onzekerheid over. Toen heb ik gebruik gemaakt van het feit dat ik nog wat connecties in Den Haag had, en naar de staatssecretaris van Financiën, keurig een audiëntie aangevraagd. (...) Ik zei: “we moeten echt, wil die optiebeurs van de grond komen, (...) zekerheid hebben over het fiscale regime. Ik herinner me nog dat hij toen de vraag stelde: “(..) zeg Westerterp, zijn opties soms een sequeel van aandelen?” Ik wist niet wat een sequeel was. Ik zei: “ja, dat is het.” (...) “Dan wordt nu besloten dat ze het fiscale regime van effecten volgen”, en dus was koerswinst niet belast. (...) Dat fiscale regime moest duidelijk zijn.”

Door opties als een vorm van aandelen te beschouwen kon ook de fiscale behandeling van de nieuwe instrumenten gelijk lopen met die van aandelen. Hiermee werd een unieke positie gecreëerd: in geen ander land waren koerswinsten op opties onbelast, ook niet in de bakermat van de optiehandel, de Verenigde Staten. De sequeel-definitie heeft nog een ander, voor de optiebeurs aantrekkelijk gevolg: doordat opties nu een vorm van effecten zijn, kunnen beleggingsinstellingen ook gebruik maken van opties. In de Tweede Kamer komt PvdA kamerlid Wöltgens daarom tot de conclusie dat, aangezien deze instellingen onder een fiscaal gunstig regime vallen (want vrijgesteld van vennootschapsbelasting), de voordelen van de fiscale status van beleggingsinstellingen nu gebruikt worden om de optiehandel te stimuleren.<sup>138</sup>

## 7. Samenvatting en conclusie

Het veld waarin de ontwikkeling van de Amsterdamse optiebeurs heeft plaatsgevonden, is dat van de financiële sector in Nederland. De instituties binnen dit veld komen aan het begin van de jaren zeventig onder druk te staan. Allereerst is er de tegenvallende aandelenhandel. Particuliere beleggers zijn nauwelijks actief op de markt, en als ze al in aandelen beleggen, komen ze nauwelijks tot transacties maar praktiseren ze een conservatieve *buy-and-hold* strategie. Intern staan de marges bovendien onder druk, en veel bedrijfsleden van de VvdE ondervinden hinder van de concentratietendens in het bankwezen. Binnen de nieuwe grootbanken worden veel effectenorders intern afgehandeld, hetgeen voor commissionairs minder handel betekent. Bovendien neemt de macht van de banken binnen de Vereniging, mede als gevolg van de toegenomen concentratiegraad, toe. Dit komt ook tot uitdrukking in de verhoudingen binnen de VvdE. De VvdE is organisatorisch gezien een tamelijk uniek verband. Ze is een beroepsvereniging of *professional association* (Greenwood,

---

<sup>137</sup> Brouwer, aangehaald in Walstra (1996).

<sup>138</sup> Kamervragen van Wöltgens aan Nootboom, 31 augustus 1978. Tweede Kamer der Staten Generaal, zitting 1978-1979, aanhangsel, p. 97. Nootboom antwoordt, dat zolang de beleggingsinstelling gedekte calls verkoopt, of gedekt puts aankoopt, de opties ook in dit opzicht inderdaad als effecten gezien kunnen worden.

Suddaby en Hinings 2002), maar door haar relatief heterogene samenstelling ook een podium waarop de belangentegenstellingen tussen bijvoorbeeld de grote banken en de overige leden intern meer dan eens zichtbaar worden. Ze bestaat uit leden die de aanbodzijde van de effectenhandel binnen het veld van de financiële sector in Nederland vertegenwoordigen (waaronder de banken), maar is als beroepsvereniging ook *exclusief* gericht op de effectenbranche. Binnen een institutioneel veld spelen dergelijke beroepsverenigingen een belangrijke rol bij het legitimeren van ingrijpende veranderingen (Greenwood, Suddaby en Hinings 2002), en dit verschijnsel is ook in Amsterdam waarneembaar. De eerste plannen voor een optiebeurs worden vooral gelegitimeerd door de nieuwe markt te plaatsen binnen de bestaande structuren van de effectenhandel, en de te verwachten positieve gevolgen voor de aandelenhandel. Bovendien zou worden aangesloten bij de lange traditie van de bestaande handel in keuren en premie-affaires.<sup>139</sup> Doordat nu gezegd kan worden dat “het initiatief van enkele leden werd (...) overgenomen door het bestuur van de VvdE” krijgen de plannen met betrekking tot de optiebeurs een legitimiteit, die bijvoorbeeld in Duitsland nooit bereikt wordt.<sup>140</sup> Daar blijft de optiehandel lang een aangelegenheid van enkele banken in Frankfurt. “Het initiatief van enkele leden” (zoals Bangert en Dreesens) is ondermeer gebaseerd op het experimenteren met de premiehandel en het contact met de ontwikkelingen in de VS. De groei en dynamiek van de nieuwe optiehandel werken aanstekelijk voor handelaren die daar voor openstaan, en lijken voor weer anderen de oplossing voor de tanende interesse in aandelen. In een dergelijk geval kan een meer netwerkgerichte benadering wellicht een instrument bieden om het begin van het proces van pré-institutionalisering te bestuderen. Zonder daarbij op deze plaats een volledige netwerkanalyse uit te voeren, kan de voedingsbodem voor de EOE in dit verband liggen in het netwerk waarop de instituties binnen het Nederlandse (Amsterdamse) financiële veld gebaseerd zijn. Intern lijkt er binnen de groepen die verenigd zijn in de VvdE sprake te zijn van een scheidslijn tussen twee netwerken die onderling weliswaar verbonden zijn, maar die toch te onderscheiden zijn in twee deelgebieden die intern homogener en dichter zijn dan de organisatie als geheel. Hierbij gaat het grofweg om een onderscheid tussen (grote) banken en de overige (bedrijfs)leden. Dit heeft als gevolg dat de voor dichte netwerken typische tendens om zich af te sluiten voor ontwikkelingen buiten de eigen kring ontbreekt. Zo staat een gedeelte van de VvdE open voor de innovaties in de Verenigde Staten, waarbij gebruik gemaakt kan worden van een *bridging network* dat internationaal functioneert (Djelic 2004). Deze partijen zijn bovendien bereid om deze toegang, en de introductie van innovaties die daardoor vergemakkelijkt wordt, in te zetten om de machtsverhoudingen binnen het veld te herschikken.

Daarnaast is het ook opvallend, dat de door de VvdE ingestelde commissie de oprichting van een optiebeurs gedeeltelijk legitimeert in normatieve bewoordingen. Hierbij wordt bijvoorbeeld geappelleerd aan de internationale visie van de sector en de van oudsher aanwezige

---

<sup>139</sup> Scholten geeft aan, dat bijvoorbeeld aan de pers moet worden medegedeeld, dat er al een optiemarkt in Nederland bestond, die uitgebreid en geïnstitutionaliseerd zou worden. Memorandum van 15 maart 1976. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

<sup>140</sup> ‘Voortgang en Voorbereiding van de Optiebeurs’, *Beursplein* 5 van oktober 1976.

vernieuwingsdrang binnen de Amsterdamse financiële wereld. Men stelt bijvoorbeeld, “dat de leden van de Amsterdamse Effectenbeurs, evenals het bestuur (...) van de VvdE, tot dusverre steeds blijk hebben gegeven te beschikken over de flexibiliteit die noodzakelijk is om zich met succes aan te passen aan zich veelal snel wijzigende omstandigheden en mogelijkheden in het Nederlandse en internationale effectenwezen (...)”<sup>141</sup> Ook vanuit Chicago wordt geprobeerd om de vestiging van een optiebeurs voor de twijfelaars acceptabel te maken door een beroep te doen op de internationale visie van de Amsterdamse financiële gemeenschap. Deze internationale dimensie is in het begin van de jaren zeventig –zeker voor de beurshandel– institutioneel nog lang niet zo uitgewerkt als het binnenlands gedefinieerde veld. Er bestaan weliswaar al langer contacten met buitenlandse beurzen in de FIBV, maar het zwaartepunt ligt daarin toch duidelijk op overleg en het formuleren van gezamenlijke standpunten, en niet op een intensieve bedrijfsmatige samenwerking. Dergelijke contacten missen deze mate van structurering nog, hetgeen zeker ook het geval is wat betreft de samenwerking met de beurzen in de VS.

De VvdE is een geschikt platform voor de lancering van een optiebeurs in Nederland, omdat ze zich naar buiten toe als een eenheid kan presenteren. Ze is in die hoedanigheid het kanaal waarlangs de plannen in eerste aanleg geïntroduceerd kunnen worden bij de financiële autoriteiten en de buitenlandse beursbesturen. In het eerste geval kan er geprofiteerd worden van de goede relaties die de VvdE met de financiële bestuursstructuren in Nederland gedurende tientallen jaren heeft onderhouden, een situatie die duidelijk verschilt van bijvoorbeeld de omstandigheden in Londen, waar de *Stock Exchange* weinig ingang heeft bij de *Bank of England* of het Ministerie van Financiën (Williamson 2004: 12). Doordat sleutelfiguren zoals Korthals Altes en Scholten deze institutionele positie in kunnen zetten voor het presenteren van de plannen voor een optiebeurs, kan er vanaf het begin een belangrijke legitimerende factor toegevoegd worden. Dit wordt versterkt door het inzetten van de CBOE als een vastomlijnd, allesomvattend en bewezen succesvol pakket van de manier waarop optiehandel plaatsvindt, en het situeren van dit ‘pakket’ in de relaties die de Nederlandse toezichhouders onderhouden met hun Amerikaanse collega’s. Bij het Ministerie van Financiën kijkt men immers met goedkeuring naar de manier waarop de CBOE zich onder het toezicht van de SEC ontwikkeld heeft. In het tweede geval kan de VvdE gebruik maken van de bestaande overlegstructuren met de buitenlandse beursorganisaties. Tegelijkertijd wordt deze ontwikkelingslijn van de EOE al vrij snel problematisch. De contacten met de besturen van de buitenlandse beurzen zijn weliswaar goed, maar de ontwikkelingen gaan traag en verhinderen in eerste instantie de directe aansluiting van buitenlandse financiële bedrijven bij de EOE. Van een Europees samenwerkingsverband van de verschillende beurzen binnen de EOE komt uiteindelijk niets terecht.

De institutionalisering van de optiebeurs in Nederland ondervindt echter niet alleen langs deze meer structureel gedefinieerde wijze tegenstand. Er moet ook afgerekend worden met culturele barrières.

---

<sup>141</sup> Verslag van de studiereis van de Technische Commissie naar Chicago, Toronto en New York, 23 t/m 29 november 1975. Archief Stichting VvdE/beursarchief 3141A.

Hierbij gaat het vooral om de associatie van opties met gokken. Een aantal contextuele factoren maken het echter gemakkelijker om ook deze tegenwerking in te kapselen en uiteindelijk gedeeltelijk te neutraliseren. Ten eerste wijst de toegenomen onzekerheid in de economische sfeer op de wenselijkheid van een instrument dat gebruikt kan worden om deze onzekerheid te beperken door het afdekken van risico's. Ten tweede biedt het wetenschappelijke discours in de 'nieuwe' financieel-economische wetenschap een fundament voor de economische rationaliteit van opties. Vanuit die hoek wordt onder andere het verschil gedefinieerd en benadrukt tussen 'gokken' en 'speculeren'. Werden beide begrippen lang als synoniemen beschouwd en beide gezien als tegenpool van het meer verantwoorde 'beleggen', nu werd een onderscheid aangebracht op basis van de theorie van efficiënte markten. Gokken heeft volgens deze inzichten geen aantoonbaar economische functie of nut; speculeren daarentegen heeft dat wel.

Desondanks blijft de culturele variabele van de opties-gokken associatie een krachtige tegenwerking bieden, omdat ze steeds opnieuw ingezet wordt in de expliciete- en impliciete retoriek van politiek, pers, (particuliere) beleggers en ook de banken. Vooral wanneer de resultaten tegenvallen, of wanneer nieuwe optieklassen voorgesteld worden blijken de grenzen tussen de begrippen poreus en onderwerp van discussie. Ook later nog moeten de EOE-actoren beducht zijn op deze associatie: wanneer het besluit wordt genomen om de paardensport te sponsoren, wordt expliciet gekozen voor springpaarden en niet voor renpaarden, omdat in deze laatste tak van sport de connectie met gokken als veel te sterk gezien werd. Het is misschien zelfs mogelijk te beargumenteren, dat deze associatie nooit helemaal van het toneel verdwijnt, maar in tijden van economische tegenspoed weer aan de oppervlakte verschijnt. Door de creatie van opties wordt namelijk een gedeelte van het beleggen in aandelen geëxpliciteerd en gecommmercialiseerd dat eigenlijk niet zo'n gunstige eigenschap van aandelen vormt, namelijk de bewegelijkheid van de koers. De zichtbaarheid van deze eigenschap in de vorm van een optie maakt de handel in deze derivaten bij iedere beurskrach weer verdacht.

Het antwoord op de vraag, wie de *incumbents* en *challengers* zijn (probleemstelling 2.2) dient dan ook voor een groot gedeelte via deze culturele dimensie beantwoord te worden. De scheidslijn loopt deels door groepen heen, die mensen met traditionele opvattingen over bankieren, beleggen en risico's scheidt van degenen, die de 'nieuwe inzichten' over deze financiële instituties aanhangen. Deze laatste groep staat zoals gezegd ook meer open voor de ontwikkelingen op beleggingsgebied in de VS, waarmee ze via contacten met 'de handel' aldaar in aanraking komt. Voor een ander gedeelte is de optiebeurs voor de kleinere spelers op de 'markt voor de effectenhandel' een kans om hun positie te versterken. Vooral voor banken zoals de NMB en de Rabobank lijkt dit een belangrijke rol te spelen. Het is dan ook niet verwonderlijk, dat deze twee banken aanvankelijk het meest actief zijn op de nieuwe beurs. Hoeklieden zien in de optiebeurs vooral een middel om de handelsmogelijkheden uit te breiden. Voor de commissionairs is de optiehandel bovendien ook een mogelijkheid om de dominantie van de grote banken te breken, temeer laatstgenoemden proberen hun klanten richting hun eigen beleggingsfondsen te dirigeren. In het begin van de jaren zeventig convergeren deze lijnen. Samen met

de stormachtige economische ontwikkelingen wordt zo het fundament gelegd voor de institutionalisering van de optiebeurs in Nederland. Een belangrijke bijkomende factor is, dat de VvdE over voldoende reserves beschikt om het project te financieren. Op deze reserves wordt ook na de start van de optiebeurs in 1978 nog regelmatig een beroep gedaan.

Een vergelijking van het concept van de EOE (zoals schematisch samengevat in figuur 2.2) en de uiteindelijke vorm laat nogal wat verschillen zien. Het wegvallen van de *co-founder* verbintenis (op basis van royalty's) met de CBOE lijkt zijn oorzaak mede te hebben in de verschillende verwachtingen en de geringe mate van *involvement* van Amerikaanse zijde. De communicatie wordt bovendien regelmatig verstoord door het optreden van Manshel en Altmann. De clearinglink met de OCC strandt vooral op de trage processen bij de SEC, de problematiek rond het moratorium op nieuwe optieklassen en de verhoudingen tussen de Amerikaanse beurzen onderling. Ook de verbintenis met Londen vervalt. Het twee-vloeren model verdwijnt al in 1976 van het toneel, en de verdere samenwerking met de Londense beurs loopt vast in de interne verhoudingen binnen de Britse beursstructuur. Vooral de eisen van de jobbers en hun reservaties met betrekking tot het doorgeven van koersgegevens blijken barrières op te werpen. Tot slot worden er weliswaar buitenlandse bedrijven lid van de EOE, maar is van een echte internationale samenwerking op Europees niveau geen sprake meer. Het blijkt absoluut niet overdreven te zijn wanneer in één van de memoranda geconcludeerd wordt dat “*The creation of a European option market (...) will be a major achievement in terms of international co-operation.*[sic]”<sup>142</sup> Nationale- en zakelijke belangen staan deze samenwerking echter uiteindelijk in de weg, en de strategische interpretatie van wetgeving in bijvoorbeeld Duitsland en Frankrijk blokkeert mede de institutionalisering van de EOE als een echte Europese beurs. Gevolg is, dat de EOE niet terug kan vallen op een onderliggende structuur waarin de Europese beurzen samenwerken op het gebied van de levering van aandelen, de verspreiding van koersen en het oplossen van problemen. Britse, Franse en Duitse EOE-leden blijven hierdoor via de koppeling aan hun nationale beurs beperkt door de richtlijnen en regels van deze beurzen en overheden. Zo moeten de Britten eerste kijken of een order ook op de LTOM kan worden uitgevoerd, en mogen Franse beleggers niet eens in opties op Franse aandelen beleggen. Dreesens vat de situatie kort en bondig samen wanneer hij stelt (interview met J. Dreesens): “eigenlijk is alles wat we geprobeerd hebben op buitenlands gebied mislukt.” Dit gaat op ondanks het feit, dat de Nederlandse overheid meerdere malen op de achtergrond via contact met vooral Amerikaanse, Franse en Duitse overheden een ondersteunende rol speelt bij de pogingen om de Europese dimensie van de EOE vast te leggen. Op binnenlands terrein speelt het Ministerie van Financiën bovendien een cruciale rol bij het wegnemen van de onzekerheid omtrent de status van opties. De nieuwe instrumenten worden gezien als effecten, verhandeld op een officiële beurs onder toezicht van het Ministerie. De Nederlandse beleggers hebben op hetzelfde moment echter voor het

---

<sup>142</sup> Memorandum ‘The EOE-project: completely independent of the stock exchange’ van 2 maart 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

overgrote gedeelte geen idee wat opties zijn. De banken, die traditioneel zorgden voor de promotie en ook voor de marketing van de nieuwe beurs zorg zouden moeten dragen, laten het afweten. De berichten over opties in de pers zijn bovendien overwegend negatief, zeker wanneer daar de gebeurtenissen in de VS vlak voor de start van de handel bijkomen.

## Optiemarkten en Marktopties

---

### 1. Inleiding

Nadat in hoofdstuk 2 de optiemarkt als extern fenomeen besproken is, volgt in dit hoofdstuk volgens de in hoofdstuk 1 gekozen presentatiemethode van de onderzoeksresultaten een bespreking van de interne uitwerking van de markt. Dit betekent dat het hier minder gaat om het institutionaliseren van een optiebeurs in het financiële veld, om het acceptabel maken van de idee van opties die op een openbare markt verhandeld worden, en meer om de ontwikkeling van het instrumentarium waarmee de handel in opties uitgevoerd kan worden. Een op een dergelijke manier (naar binnen toe) uitgewerkte markt draagt in eerste instantie een aanzienlijk element van een doelbewuste, ‘intentionele institutionalisering’ in de vorm van een ‘architectuur van de optiehandel’ in zich. Het omvat het ontwerpen van een aantal marktinstututen die er voor moeten zorgen dat de handel en prijsvorming goed verlopen, en zo er mede toe moeten bijdragen dat het produkt ‘opties’ door beleggers en andere ‘externe actoren’ gezien wordt als een toegankelijk, betrouwbaar en legitiem beleggingsinstrument. In termen van Weber’s onderscheid tussen interne- en externe markten gaat het in dit hoofdstuk vooral om het handelen tussen leden van dezelfde gemeenschap. Voor deze gemeenschap hebben de Duitsers een mooie benaming: *die Börsianer*. Zoals iedere gemeenschap kunnen ook de *Börsianer* vanuit verschillende disciplines en invalshoeken bestudeerd worden. Antropologen hebben bijvoorbeeld recentelijk aandacht gekregen voor de etnografie van beursgemeenschappen of groepen handelaren (Hertz 1998; Zaloom 2006). Economen kijken onder andere naar de invloed van bepaalde handelssystemen op de verschillen tussen bied- en laatkoersen (zie bijvoorbeeld Berkman 1992) of andere micro-economische kenmerken van het handelssysteem (O’Hara 1995). Economisch-sociologen hebben (vanuit de verschillende perspectieven die in hoofdstuk 1 aangehaald werden) oog voor bijvoorbeeld de manier waarop handelsnetwerken de koersvorming beïnvloeden, of het gebruik van kennis en technologie bij de interpretatie van de complexe omgeving van een beursvloer. Het intern bestuderen van een beurs heeft zo een aantal dimensies, die in elk van de bovengenoemde disciplines benadrukt worden. Wat ze gemeenschappelijk hebben, is echter dat vooral naar de interactie tussen handelaren op de beursvloer gekeken wordt. De aandacht voor deze groep heeft zeker verhelderende inzichten opgeleverd, maar binnen de *Börsianer* is ook nog een andere, minder zichtbare groep actief: de mensen die in dienst van de beurs (vooral in het begin) bijna dagelijks moeten nadenken over het functioneren van de markt waarop zij toezicht houden, en die ze proberen te ontwikkelen en te laten groeien. Het zijn de *institutional entrepreneurs* uit de beginperiode, die de markt als een technologisch systeem proberen te ‘laten werken’. In het kader van de



probleemstellingen die in dit hoofdstuk behandeld worden, zal het in het vervolg van dit hoofdstuk dan ook voornamelijk gaan over de elementen die op deze manier ‘van binnenuit’ hebben bijgedragen aan de institutionalisering van de optiebeurs in Nederland. Anders gezegd: het gaat om de marktvormende werking van het beurssysteem zoals dit door de institutionele entrepreneurs in de beginfase ontwikkeld werd, hoe er vervolgens invulling werd gegeven aan de optiehandel, en hoe deze keuzes de ontwikkeling van de optiehandel in Nederland vervolgens beïnvloed hebben. De eerste vraag, die hierbij aan bod komt, is welke overwegingen een rol hebben gespeeld bij het ontwerp van de marktstructuur die dit handelen mogelijk maakt. Dit ontwerp van de optiemarkt kan gezien worden als de voorgestelde oplossing voor de twee problemen van Beckert (2007) die te maken hebben met een markt in interne zin: het waarderingprobleem en het concurrentieprobleem. Het zoeken naar een oplossing voor deze beide problemen leidt tot een ontwerp, dat bepaalde richtingen aangeeft voor de verdere ontwikkeling van de EOE in het financiële veld. De vraag, die relevant is binnen het kader van de derde probleemstelling die in dit hoofdstuk behandeld wordt, is, hoe de optiemarkt als een apart domein binnen het financiële veld, als een *internally referential system* (Knorr Cetina 1999: 2) - een gebied waarin de deelnemers zich op een bepaald moment meer op elkaar en hun gezamenlijk verleden oriënteren dan op hun omgeving - van invloed is op de verdere externe ontwikkeling van de EOE. Een voorbeeld hiervan zijn de unieke innovaties op optiegebied waarvan Amsterdam in veel gevallen de bakermat is. Hoe ontstaat, met andere woorden, een ‘Amsterdamse optiegemeenschap’ als een voor buitenstaanders apart identificeerbare groep?

Om deze vragen te beantwoorden, wordt in paragraaf twee allereerst de technologie van een beurs aan de hand van Weber (1999a, 1999b [1894]) en enkele andere bijdragen uit de literatuur nader bekeken. Aan de hand van de concepten die daar behandeld worden, kan de invalshoek die in dit hoofdstuk gehanteerd wordt, wat scherper vastgelegd worden. Na deze algemene begripsbepaling over beurzen als sociale technologie, komt het marktontwerp van de EOE ter sprake. Dit rust in hoofdzaak op twee pijlers. In paragraaf 3 wordt de eerste pijler van het marktontwerp van de EOE nader bekeken, namelijk het handelssysteem. Om de verschillen te benadrukken met de manier waarop men op de effectenbeurs gewend was te handelen, wordt er ook een korte vergelijking gemaakt met dit systeem. De vierde paragraaf gaat over de tweede pijler van het ontwerp van de optiebeurs: het clearingsysteem. In paragraaf 5 zal getracht worden om het *performativity* concept een plaats te geven binnen de benadering die in deze scriptie gehanteerd wordt. Paragraaf 6 sluit het hoofdstuk af met een korte samenvatting en conclusie.

## **2. Beurzen als sociale technologie**

De werking van een beurs kan verduidelijkt worden door het verschil tussen een markt en een beurs nogmaals te bekijken. Dit is in het eerste hoofdstuk al even aangestipt door Weber’s (1999a, 1999b [1894]) onderscheid tussen een markt en een beurs aan te halen, maar wordt in dit hoofdstuk wat

verder uitgediept.<sup>143</sup> Aangezien Weber (1999a, 1999b [1894]) een vergelijking maakt tussen een lokale markt, waarop levensmiddelen worden verhandeld, en een agrarische (termijn)goederenbeurs, lokaliseerde hij het onderscheid tussen een markt en een beurs vooral in de verhandelde produkten, de marktpartijen en de reikwijdte van het handelsproces. Voor wat betreft de *produkten* is het grootste verschil of ze op het moment van handelen wel of niet aanwezig zijn op de handelslokatie (*gegenwärtig* zijn). Op een beurs wordt namelijk gehandeld in goederen (of effecten) die op dat moment helemaal niet voorhanden zijn. Dit is mogelijk doordat de produkten, vóórdat ze binnen een beurssysteem verhandeld kunnen worden, een vergaand proces van standaardisatie ondergaan. Wanneer een belangrijke factor in het begrip van de moderniteit gelegen is in de steeds verdergaande standaardisatie en uitbreiding van produkten en processen, dan heeft de institutie van de beurshandel hier zeker een grote bijdrage geleverd. Vooral de termijnbeurzen hebben door de standaardisatie van kwaliteit, hoeveelheid en leverdatum van agrarische produkten hier een belangrijke rol gespeeld. Het maakte daardoor bijvoorbeeld niet meer uit welk specifiek individueel exemplaar graan onderwerp van een leveringscontract was. Effectenbeurzen hebben het voor het publiek mogelijk gemaakt om in effecten te gaan beleggen, en de standaardisatie van agrarische produkten op termijnbeurzen openden ook deze beurzen voor anderen dan alleen producenten en consumenten van de verhandelde produkten. De *marktpartijen* op de beursvloer zijn echter niet zoals op een ideaaltypische lokale markt de producent en de consument van de handelswaar, maar bestaan alleen uit professionele handelaren (*Kaufleute*) die in opdracht van anderen kunnen handelen. Zij zijn met andere woorden de instrumenten waarmee koper en verkoper met elkaar kunnen handelen. Tot slot hebben de prijzen, die op een beursvloer tot stand komen, volgens Weber een veel grotere *reikwijdte* dan die welke op een lokale markt ontstaan. Bovendien kan iedereen er redelijkerwijs van uit gaan, dat het op ieder moment mogelijk is tegen de vermelde prijzen te kunnen handelen. Weber geeft ontegenzeggelijk de kern van het verschil tussen een markt en een beurs in ontologische zin aan. Aangezien markten echter in een groot gedeelte van de sociale wetenschappen en het maatschappelijke discours (het alom ingeburgerde begrip ‘marktdenken’) inmiddels op een dergelijk niveau van abstractie gedefinieerd worden, is het misschien toch goed om een aantal punten uit te lichten die uit een vergelijking van een beurs met deze meer abstracte marktconcepten naar voren komen. Ten eerste biedt een beurs (net als Weber’s markt in traditionele zin, maar anders dan de markten in abstracte zin), een fysieke ontmoetingsplaats voor marktpartijen. De concrete locatie van de handelstechnologie in een *pit* of op een *floor* is een groot verschil met de structuur van de meeste produktiemarkten die onderwerp zijn van onderzoek binnen de sociologie van markten. Het beeld van een beursvloer bezaaid met papier en vol met rondrennende handelaren vormt de heel concrete representatie van dit aspect van een financiële markt, en het is tevens ook nog altijd het beeld dat

---

<sup>143</sup> Hierbij gaat het niet in eerste instantie om een verschil tussen een beurs en een markt als respectievelijk een ‘markt naar buiten toe’ en een ‘markt naar binnen toe’ zoals dit in de laatste paragraaf van hoofdstuk 1 gedefinieerd is.

meteen opgeroepen wordt wanneer een beurs ter sprake komt. Maar achter dit beeld ligt een tamelijk rigide onderliggende structuur verscholen die de markt in staat stelt informatie te verwerken en genereren. Deze laatste capaciteit resulteert in prijzen die (in het geval van de Amsterdamse optiebeurs) tot 2002 tot stand kwamen door juist de fysieke interactie van mensen op de beursvloer: de *'sweaty bodies'* in de terminologie van Zaloom (2006). Dat dit fysieke aspect de studie van de markt als intern fenomeen een extra dimensie verleent, komt naar voren in bijvoorbeeld bijdragen van Baker (1984), Kleinfeld (1993 [1983]), Zaloom (2006) en, meer anecdotisch in Lynn (2004). Baker (1984) laat bijvoorbeeld zien, hoe handelaren voor het uitvoeren van hun transacties de voorkeur geven aan een bepaald netwerk van collega's, daarmee hun zoektocht naar de 'beste prijs' beperkend tot een deelgebied van het totaal aan handelsmogelijkheden. Daarmee ontstaan *cliques* waarbinnen handelaren prijzen vormen, hetgeen in tegenspraak is met de rationele actor uit de economische theorie die alle (prijs)informatie op de vloer verwerkt om tot de best mogelijke transactie te komen. Het handelen binnen *cliques* blijkt echter voor de handelaren een goede manier om overzicht te houden, en geeft bovendien aanleiding tot het ontwikkelen van een uitgebreid systeem van reciprociteit gebaseerd op wederzijds vertrouwen (Zaloom 2006; MacKenzie 2006).

Een tweede punt in de interne werking van de markt, dat vooral in geval van beurshandel duidelijk zichtbaar is, is ook verbonden met de fysieke dimensie van het handelsproces. Dit is het controleaspect. De beursvloer is, in letterlijke zin, een gecontroleerde arena waarbinnen het de marktpartijen mogelijk gemaakt wordt om op het eerste gezicht vrij (en 'rationeel') te handelen. Deze vrijheid is echter slechts verleend binnen de grenzen van een formeel en informeel controleregime, dat zowel werkt vanuit de beursomgeving als vanuit de waarden zoals die op de beursvloer gelden. De vereenzelviging van 'beurs' en 'markt' die in het alledaagse spraakgebruik, maar ook in diverse wetenschappelijke bijdragen vaak gehanteerd wordt, verhult dat een beurs in feite een complexe technologie is die een markt omvat en mogelijk maakt. Een beurs bakent een markt af door er een ordenend raamwerk omheen te leggen, en legt een duidelijke structuur op aan de interactieprocessen die op de zo vastgelegde markt plaatsvinden. De markt als beurs krijgt op deze manier een duidelijk gezicht, en kan zich als een eenheid naar buiten toe presenteren. In de kern is een beurs zo feitelijk een organisatie die een produkt aanbiedt: het onderhouden van een markt. In eerste instantie was dit produkt alleen bedoeld voor de leden van een (effecten)beurs, maar met het toenemen van de handelomvang, en de co-evolutie van de beurzen met de moderne communicatietechnologieën (van telegraaf, *stock ticker* en telex naar computernetwerken) werd ook de reikwijdte van de beurzen steeds groter. Weber had reeds oog voor dit aspect van een beurs, maar geplaatst in het hedendaagse globalisatiedebat is er extra aandacht voor de mondiale reikwijdte van wat in essentie lokale processen zijn. Zo kan volgens Zaloom (2006) een beurs gezien worden als een lokale kennisgemeenschap die een enorm bereik heeft. Dit komt niet alleen door het steeds meer wijdverbreid zijn van de prijzen die door een beurs gegenereerd worden, maar ook door een aantal andere intrinsieke kenmerken. Zo is ook het verschaffen van liquiditeit aan de optiehandel een wezenlijk aspect van een optiebeurs, een aspect

dat vanaf het begin centraal staat. De marktstructuur van de optiemarkt is in het midden van de jaren zeventig geconstrueerd met dit specifieke doel voor ogen. Het gaat daarbij om het vestigen van een prijsvormingsproces voor de produktklasse ‘opties’ (zoals aangegeven door Beckert 2007).

Standaardisatie van de verhandelde producten blijkt zo van cruciaal belang voor het functioneren van iedere beurs, hetgeen alles te maken heeft met de mate van liquiditeit die geboden kan worden.

Liquiditeit kan omschreven worden als de mogelijkheid om te allen tijde een activum tegen een bekende prijs te kopen of te verkopen. Volgens Carruthers en Stinchcombe (1999) zijn hier minimaal drie mechanismen voor nodig: er moeten continue ‘veilingen’ plaatsvinden om de marktconsensus te meten en de prijs te construeren, er moet er sprake zijn van homogene producten die gemakkelijk te vergelijken zijn (idealiter conform Weber’s massa-artikelen). Tot slot moeten er *market makers* aanwezig zijn om (tegen betaling) producten voor eigen rekening te (ver)kopen om zo de positie van kopende- of verkopende partij in te nemen. De drie mechanismen, en de liquiditeit die ze produceren, zijn van belang bij de creatie van kennis over de verhandelde instrumenten. Deze kennis is op haar beurt grotendeels bepalend voor de vraag naar de verhandelde producten; als niemand in opties wil beleggen omdat er geen vertrouwen is in de prijzen die voortgebracht worden, zal ook een indrukwekkende structuur om te zorgen voor een liquide markt niet leiden tot grote handelsvolumes.<sup>144</sup>

De marktstructuur binnen het instrument van een beurs biedt zo het fundament voor de liquiditeit en legitimiteit voor de markt, maar is als technologie zelf ook weer ingebed in de kennis die ontstaat uit de interactie van de handelaren met elkaar op de vloer, en tussen de handelaren en de beursmedewerkers op en naast de handelsvloer. Dit opent de mogelijkheid om de ontwikkeling van de interne structuur van de optiemarkt te begrijpen als een proces van technologische ontwikkeling. Deze technologie omvat niet alleen de technische infrastructuur van computers, beeldschermen en koersinformatie, maar ook om de handelsmethoden, prijsmodellen en analysetechnieken – al hetgeen Muniesa, Millo en Callon (2007) *market devices* noemen. Enkele inzichten van STS kunnen daarbij behulpzaam zijn om het proces van de ontwikkeling van deze technologie te begrijpen. Eén van deze inzichten is, dat een dergelijke ontwikkeling vaak niet lineair verloopt. Integendeel, een technologie wordt voortdurend veranderd en aangepast door de actoren die betrokken zijn bij de definiëring ervan. Volgens Preda (2006) kan dit verklaard worden doordat de verspreiding van technologie niet alleen leidt tot een verdere standaardisatie (en daarmee ook tot een rationalisatie van het economisch handelen), maar ook een marktvormende werking heeft door middel van de institutionele innovaties die door de technologie voortgebracht worden. Preda spreekt in dit verband van een *generator function*. De actoren gaan anders over de markt denken. Dit proces versterkt zichzelf, aangezien de

---

<sup>144</sup> Het gevaar van een vicieuze cirkel is hier aanwezig: wanneer er door te weinig omzet geen groot aantal marktpartijen op de beursvloer staat, zullen de prijzen niet ‘goed’ zijn. Hierdoor zullen beleggers minder vertrouwen in de markt hebben en daardoor wegblijven, waardoor er nog minder orders op de vloer komen. Dit aspect raakt ook aan de in hoofdstuk 4 te behandelen constructie van de particuliere belegger als een kundig gebruiker van opties.

kennis die opgedaan wordt met de optiehandel zich vertaalt in (financiële) innovaties. Deze innovaties zijn op hun beurt weer medebepalend voor de positie van (in dit geval) Amsterdam als internationaal financieel centrum (Faulconbridge *et. al.* 2007: 280). Daarmee kan een link worden gelegd tussen de interne- en externe ontwikkeling van de markt: de technologische implementatie geeft mede vorm aan de externe dimensie. Eenzelfde soort verbinding en analytische invulling van de meer ordenende dichotomie intern/extern kan gevonden worden in Barley en Tolbert (1997), die een verbinding leggen tussen ‘handelen’ (*action*) en institutionalisering door middel van *scripts*. Dit zijn “*observable, recurrent activities and patterns of interaction characteristic of a particular setting*” (Barley en Tolbert 1997: 98). De wijze waarop de extern gerichte institutionalisering intern gevormd wordt door handelingspatronen kan gezien worden als een voorbeeld van dergelijke *scripts*.

Gedurende de totstandkoming van de Amsterdamse optiebeurs komt daar nog een dimensie bij, namelijk die van de ontwikkelingen in de VS. Naast de in het eerste en tweede hoofdstuk genoemde factoren (de toegenomen volatiliteit van economische variabelen en de tegenvallende omzet in aandelen) was er namelijk nog de additionele factor van het succes van de optiebeurs in Chicago. Het model van een markt in gestandaardiseerde opties was al in vergaande mate uitgewerkt en in gebruik aan de andere kant van de Atlantische Oceaan, waardoor er voor wat betreft het toepassen, leren en implementeren van het handelssysteem van de CBOE sprake is van een proces van technologie-overdracht en institutionele diffusie van Chicago naar Amsterdam. Hierbij kon gebruik worden gemaakt van het eerder genoemde netwerk dat in de jaren 1975 tot en met 1977 gevormd wordt door de contacten op bestuurlijk niveau en tussen financiële bedrijven. Het in Chicago gebruikte systeem is tevens de basis voor kennisvorming over de ‘manier waarop je in opties handelt’, en ligt zo mede ten grondslag aan de institutionalisering van de optiehandel in Nederland. Potentiële Amsterdamse handelaren en beursmedewerkers konden bijvoorbeeld naar de optiebeurs van Chicago gaan om het handelen te leren. De CBOE deed zo dienst als het trainingsterrein voor Nederlanders die het vak moesten leren. Volgens de Commissie voor Optiezaken was het wel zaak dat de leden van de VvdE die in Chicago gingen trainen deze kennis door zouden geven aan de overige leden die niet in de gelegenheid waren om te gaan. “Pas als de optiehandel eenmaal van start is gegaan zal het concurrentie-element weer een rol mogen gaan spelen.”<sup>145</sup> Hieruit blijkt duidelijk, dat in de eerste fase de nadruk ligt op samenwerking om de markt te vestigen, en dat pas daarna gedacht zou moeten worden aan het oppikken van de concurrentiestrijd.

In aansluiting op het bovenstaande citaat wordt de aandacht in het vervolg van dit hoofdstuk op deze samenwerking binnen de beursstructuur gelegd, en veel minder op het “concurrentie-element” tussen de handelaren op de vloer. Ondanks de inzichten die het onderzoek op beursvloeren heeft opgeleverd, is juist het aspect van de samenwerking, van de manier waarop beursmensen als ‘marktmeesters’ de markt proberen vorm te geven en te sturen, door de eenzijdige aandacht voor de interactieprocessen

---

<sup>145</sup> Vergadering van de Commissie voor Optiezaken, 10 maart 1976. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

binnen de groep van handelaren wat onderbelicht gebleven.<sup>146</sup> In de volgende paragrafen zal het daarom voornamelijk gaan over de manier waarop de institutionele entrepreneurs van de EOE nadenken over de liquiditeit van de markt, de controle van de concurrentie tussen marktpartijen en de vastlegging van de essentiële eigenschappen van opties. Dit komt volgens mij het beste tot uitdrukking in de wijze waarop men omgaat met de twee pijlers van marktsysteem van de optiemarkt: het handelssysteem en het clearingsysteem. Beide elementen zijn met elkaar verbonden, maar worden door de actoren gedurende het proces van het uitwerken van de plannen en de ervaringen met de concrete handel in opties steeds meer van elkaar onderscheiden, hetgeen weer gevolgen heeft voor de verdere ontwikkeling van de EOE die in hoofdstuk 4 aan bod komt.

### **3. Optiemarkten**

#### *3.1 Inleiding*

Het ontwerp van de optiemarkt wordt meteen al beïnvloed door de in het vorige hoofdstuk beschreven interactie met bijvoorbeeld overheidsinstanties en buitenlandse beurzen, en kan daarom gedeeltelijk beschouwd worden als de weerslag van het krachtenveld waarbinnen de externe ontwikkeling van de optiebeurs plaatsvindt. Deze invloed komt bijvoorbeeld tot uitdrukking in het feit, dat in de conceptfase nagedacht wordt over een handelstechnologie die het mogelijk maakt om tegenover toezichthouders de associatie met speculatie zoveel mogelijk te beperken. In de eerste commissievergadering is bijvoorbeeld één van de belangrijkste actiepunten: “Is een constructie mogelijk (..) die in zijn opzet niet het karakter heeft van een gokinstituut, waardoor (..) een soort speculatiewinstbelasting voorkomen kan worden?”<sup>147</sup> De externe legitimatie van de markt als een manier om beleggingen te *hedgen*, en als een waardevolle toevoeging aan de efficiency van het gehele financiële systeem, moet derhalve gesteund worden door een vertrouwenwekkende interne structuur. Het marktontwerp wordt daarnaast ook beïnvloed door de denkbeelden en opvattingen van de institutionele entrepreneurs over ‘hoe een goede optiemarkt er uit ziet’ in termen van handelsprocessen, liquiditeitsverschaffing en concurrentieverhoudingen. Zoals in het vorige hoofdstuk besproken is, vormde de aandelenhandel in een aantal opzichten het fundament voor de eerste concepten van een optiebeurs. Naast de financiële middelen die de VvdE reserveerde voor het project, bouwde men ook voort op de technische infrastructuur van de effectenhandel en de manier waarop in aandelen gehandeld werd. De eerste studiereis van de Technische Commissie naar het Amerikaanse continent brengt de leden echter in contact met een nieuw soort effectenprofessionals: ‘*Angry Young Men*’, mensen die de optiehandel volledig omarmd hebben. Er wordt zelfs melding gemaakt van “een aantal brokers [die menen] dat de optiebeurs moet worden gezien als een volgende generatie in de effectenhandel, waarover een volledig nieuw inzicht moet worden verstrekt.”<sup>148</sup> Dit gaat de commissie

---

<sup>146</sup> De vergelijking met marktmeesters heb ik te danken aan C. Kroeze.

<sup>147</sup> Verslag van de vergadering van de Commissie van 22 mei 1975.

<sup>148</sup> *ibid.*

nog wat ver, aangezien “(..) de commissie zelf de optiehandel (nog) niet kan zien als (..) de effectenhandel van de nieuwe generatie, omdat naar haar mening de handel in opties nimmer goed tot ontwikkeling kan komen zonder een uitstekend functionerende publieke kapitaalmarkt (..)”. Anderzijds wordt al snel geconcludeerd dat het marktmodel waarmee in Chicago gewerkt wordt een systeem is “dat ieder weldenkend mens (..) zou kunnen uitdenken.”<sup>149</sup> In een relatief vroeg stadium wordt dan ook gekozen voor het model van de CBOE. Met dit CBOE-systeem wordt echter ook een handelssysteem geïmporteerd dat veel meer raakvlakken heeft met de termijnhandel dan met de aandelenhandel. Een connectie met de goederentermijnmarkt in Amsterdam ligt dan ook op het eerste gezicht voor de hand. Er wordt inderdaad kort naar deze markt gekeken voor het instrumentarium van de optiemarkt (ook met het oog op het aantrekken van marktpartijen uit die hoek), maar dit traject wordt vrij snel verlaten. De Liquidatiekas, die op de termijnmarkt de clearing verzorgt, is nog wel enige tijd in beeld om dezelfde rol te vervullen voor de optiemarkt, maar uiteindelijk blijken haar procedures niet aan te sluiten bij het concept zoals dat voor ogen staat. Met name het feit dat de transactie-administratie handmatig gebeurt werpt een blokkade op.<sup>150</sup> De aandacht wordt dan ook weer snel verlegd naar de aandelenbranche. De commissie ressorteert onder de VvdE en moet niet alleen rekening houden met de belangen van deze branche, ze *denkt* aanvankelijk ook voornamelijk nog in het raamwerk van de aandelenhandel. Vanaf het begin werden de voordelen van het handelssysteem van de Amsterdamse effectenbeurs en de over de jaren opgedane ervaring met dit systeem gepresenteerd als belangrijke argumenten voor de lokatie Amsterdam als vestigingsplaats voor de nieuwe beurs.<sup>151</sup> De Commissie wil dan ook zoveel mogelijk aansluiten bij de procedures en technologie die in Amsterdam al voorhanden zijn en als vooruitstrevend beschouwd worden. De Amsterdamse Effectenbeurs maakt in de jaren zestig namelijk veel werk van de centralisatie van effectenbewaring en –clearing, en is daarmee de andere beurscentra ver vooruit (De Vries 1976: 250; interview met L. Scholten). Onder deze vernieuwingen vallen effectenclearing met dagelijkse *settlement*, een centraal dividend-verwerkingssysteem, een centraal depot voor effectenbewaring en het Necigef-systeem: Amsterdam is reeds ver gevorderd met de girale verwerking en levering van effecten. De benodigde investeringen worden voornamelijk gefinancierd door ‘het kwartje van Uhlenbroek’, hetzelfde potje van waaruit de EOE gefinancierd werd. Vooral het Necigef introduceert een nieuw element in de aandelenhandel. Door het girale effectenverkeer zijn beleggers namelijk niet langer eigenaar van een specifiek ‘stuk’, maar zijn pro-rata mede-eigenaar samen met alle anderen die gelijksoortige effecten hebben gedeponereerd (Kalff 1975). Niemand kan dus feitelijk meer spreken van ‘zijn of haar aandeel’; de koppeling van een specifiek, genummerd aandeel met een bepaalde belegger

---

<sup>149</sup> Verslag van de studiereis van de Technische Commissie naar Chicago, Toronto en New York, 23 t/m 29 november 1975. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

<sup>150</sup> Verslag van de vergadering van de Commissie voor Optiezaken van 25 mei 1976. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

<sup>151</sup> Bespreking inzake een op te richten optiemarkt, 2 september 1975. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

is hiermee losgelaten. De levering van aandelen wordt hierdoor aanzienlijk vergemakkelijkt, hetgeen ook voor de optiebeurs gunstig zou zijn.

De commissie besluit dan ook om de VvdE te vragen of deze bereid is om bovengenoemde organisatie (inclusief de KasAssociatie) ter beschikking te stellen van de nieuwe markt.<sup>152</sup> Tegelijkertijd zou juist deze, ‘neutraal’ veronderstelde technische infrastructuur de internationale samenwerking op bepaalde punten blijken te bemoeilijken. Het eerste obstakel wordt al in een vroeg stadium door de commissie zelf benoemd. Terwijl op het binnenlandse politieke vlak samenwerking met ‘Londen’ namelijk aanvankelijk als voordelig beschouwd werd bij de politieke ‘verkoopbaarheid’ van een optiemarkt (zie het vorige hoofdstuk), ligt dit op technisch gebied iets moeilijker. De commissie *ad hoc* vraagt zich namelijk af, of samenwerking met Londen niet remmend zou werken vanwege de gepercipieerde technologische voorsprong van de Amsterdamse effectenbeurs.<sup>153</sup> Men motiveert deze mening vooral met de vernieuwingen die in de jaren zestig zijn geïnitieerd. In Londen staan al deze innovaties nog op de agenda. Zo is er in het begin van de jaren zeventig nog geen centraal effectendepot, en worden transacties ook niet dagelijks gesettled (McRae en Cairncross 1973). Daarnaast is de zichtbare connectie met de effectenbeurs aanleiding voor de vrees bij sommige buitenlandse beurzen dat de onderliggende aandelen van ‘buitenlandse’ opties in Amsterdam verhandeld gaan worden. Deze vrees komt ook tot uitdrukking in de vroege discussie over de plaatsing van de beursvloer. Vanuit praktische overwegingen en redenerend vanuit de link tussen opties en hun onderliggende waarde (de aandelen) wordt er in het begin nog gedacht aan het naast elkaar laten functioneren van de beide handelsvloeren in hetzelfde gebouw van de aandelenbeurs. Ook dit geeft aan, dat er in dit stadium nog vooral vanuit een aandelenkant naar opties gekeken wordt. De virtuele eigenschappen van opties, die nu als een kenmerkende eigenschap van deze instrumenten gezien wordt (Arnoldi 2004), is in deze fase nog lang niet zo duidelijk aanwezig als tegenwoordig. Toch wordt al in een vrij vroeg stadium besloten een fysiek separate vloer in te richten. Een dergelijke constructie wordt ook door de CBOE gehanteerd en door de Amerikaanse adviseurs ook sterk aangeraden. In de VS heeft de SEC de zogenaamde *side by side* handel zelfs helemaal verboden (Harris 2003). Bovendien geeft een aparte vloer een signaal naar de participerende buitenlandse beurzen af, dat de EOE een onafhankelijke status heeft ten opzichte van de Amsterdamse effectenbeurs.

De eerste gedachte van de commissieleden was vooral ingegeven door de noodzaak om de koersen van de onderliggende waarde direct door te kunnen geven aan de vloer van de optiebeurs. Aangrenzende beursvloeren zou dit proces aanzienlijk vergemakkelijken. Al snel wordt echter duidelijk dat het met de beschikbare computertechnologie mogelijk is om de beursvloeren gescheiden te laten opereren.<sup>154</sup>

---

<sup>152</sup> De KasAssociatie is als huisbankier voor de effectenbranche een belangrijk instituut voor de afwikkeling van de financiële zaken van de VvdE-leden, en zal later ook een belangrijke rol voor de optiehandel vervullen.

<sup>153</sup> Vergadering van de commissie van 22 mei 1975; Archief Stichting VvdE/Beursarchief Archief 3141A.

<sup>154</sup> Uitwerking van de opdracht aan de Commissie, gedateerd 29 augustus 1975. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A. Later wordt zelfs een technologie toegepast waarbij de koersen van Amsterdamse aandelen eerst via Zwitserland verwerkt worden en van daaruit doorgegeven worden aan de optiebeurs, hetgeen



De aansluiting met de technische infrastructuur van de effectenmarkt lijkt op deze manier aanvankelijk onproblematisch. Naar buiten toe kan de optiebeurs als een onafhankelijke instelling gepresenteerd worden, maar voor de *nuts and bolts* kan gebruik worden gemaakt van inter-professionele organisaties zoals het Necigef en de effectenclearing. De breuk, die veroorzaakt wordt binnen de effectenwereld door de plannen voor de EOE blijkt echter ook hier onvermoed diep te zijn. Voorbeelden hiervan komen in het volgende hoofdstuk nog ter sprake. Deze breuk wordt wellicht nog het beste gevisualiseerd door de nieuwe wijze van vloerhandel die op het punt staat om in Amsterdam geïntroduceerd te worden.

### 3.2 Een handelssysteem uit de Mid West

Hoewel Scholten in 1977 zal zeggen, dat het vooral “de vernieuwingsdrang van binnenuit” geweest is die de kiem gelegd heeft voor de eerste initiatieven om een optiebeurs op te richten, vormde met name het succes van de optiehandel in Chicago een stevige prikkel voor het starten van een optiebeurs in Amsterdam.<sup>155</sup> Op het Amerikaanse continent had Chicago zich ontwikkeld tot het centrum van de termijn- en optiehandel. De beslissing van de SEC om de clearing van alle optiebeurzen in de VS via één organisatie (de aan de CBOE gelieerde OCC) te laten verlopen droeg ook bij aan de centrale positie van Chicago. Enkele Nederlandse beleggers en commissarissen hadden al eerste ervaringen met het beleggen in opties opgedaan op de CBOE. Deze beurs vormde dan ook voor andere beurzen het model voor een georganiseerde handel in gestandaardiseerde opties. De CBOE droeg zelf ook actief bij aan de verspreiding van de optiehandel buiten de VS en Canada door de medewerking aan de *Study Group for the Establishment of CBOE/Europe* in Genève. Dit alles maakt het dan ook meteen voor de hand liggend om de handelstechnologie van de CBOE zo veel mogelijk over te nemen, iets waar ook het ‘plan Dreesens’ van uit was gegaan. Snel wordt echter ook duidelijk, dat de vloerhandel in Chicago nogal verschilt van de wijze waarop er gehandeld wordt op de Amsterdamse Effectenbeurs. Zoals op de meeste Europese beurzen verloopt de handel in Amsterdam op dat moment op een wijze die in essentie al tientallen jaren ongewijzigd is. Het handelssysteem van de beurs in Chicago heeft zijn oorsprong echter niet in de handel in effecten, maar in de futureshandel. Dit is voor de Amsterdamse effectenhandelaren grotendeels onbekend terrein, en de routines en praktijken die de handel in deze termijncontracten vorm geven zijn daarom nogal bevreemdend. Voor de handelaren in Chicago, die vanuit de *trading pit* van de CBOT naar de CBOE kwamen, was het daarentegen bekend gebied. Dreesens zegt hierover (interview met J. Dreesens; Dreesens in Beutick 2008b):

“Een beurs moet een goed produkt hebben, je moet orders hebben, maar er moeten ook partijen zijn die als tegenpartij optreden. Veel produkten gaan in de fout door het gebrek aan tegenpartijen. Dat was de kracht van de Amerikaanse beurzen, die hadden wel die cultuur afkomstig van de termijnmarkt.” “[Deze zogenaamde] *locals* waren gewend om te handelen en posities in te

---

tot een heel andere problematiek zou leiden. Hierover wordt meer gezegd in paragraaf 3 van het volgende hoofdstuk.

<sup>155</sup> Scholten in het *Algemeen Dagblad* van 22 maart 1977.

nemen. In Amerika kon de optiebeurs een succes worden omdat daar een enorme groep marketmakers de vloer op ging. De optiehandel paste in hun cultuur. Die cultuur hadden wij nog niet.”

Het meest in het oog (en oor) springende verschil met de aandelenmarkt in Amsterdam was het *open outcry* systeem in Chicago, dat de CBOE had overgenomen van de CBOT. In een dergelijk systeem worden koersen geconstrueerd door het vocaal loven en bieden van verkopers en kopers. Door het lawaai op de vloer worden de handelsinteracties vergezeld van handsignalen om hoeveelheid en prijs te communiceren aan de tegenpartij.<sup>156</sup> Op de effectenbeurs in Amsterdam werden daarentegen alleen de grootste fondsen op een dergelijke manier verhandeld, hoewel het wel eens voorkwam dat een hoek bij drukke handel in een bepaald fonds ‘open’ gemaakt werd. Het merendeel van de prijzen werd echter normaal gesproken vastgesteld door een hoekman die een orderboek bijhield, en op basis van de aan- en verkooporders een bied- en een laatkoers vaststelde.

Het lawaai van een *open outcry* systeem liet een grote indruk achter op een ieder die het voor het eerst zag. In een artikel in *NRC Handelsblad* wordt de Amerikaanse handel in opties met enige mate van verbazing beschreven: ”Dit lawaaierige en schreeuwerige loven en bieden geschiedt door jonge, buitengewoon agressieve makelaars en zogenaamd onafhankelijk opererende “marketmakers”. “Na vijf jaar kun je ze opvouwen en wegdragen; meestal moet de dokter dan ingrijpen” (...).<sup>157</sup> Een ander artikel spreekt over ‘een jungle’.<sup>158</sup> Dergelijke beschrijvingen staan in contrast met de heel wat bedeesdere praktijk van de aandelenhandel. Beverly Braverman, die vanuit Chicago naar Amsterdam verhuist om als Floorbroker te gaan werken, zegt in het *Algemeen Dagblad* over het verschil tussen de handel op de CBOE en de Amsterdamse effectenbeurs:

“Ik heb met mijn dochter van de galerij van de Amsterdamse effectenbeurs de handel gadeslagen op een kennelijk drukke dag, maar mijn dochter vroeg mij: “Mammie, is de beurs nu gesloten?””<sup>159</sup>

Journalist Joop Nederstigt komt vaak op de beursvloer, en beschrijft het verschil met de latere optiebeurs zo (interview met J. Nederstigt):

“Op de vloer van de aandelenbeurs was het dragen van stropdas en colbert verplicht. Alleen bij hoge uitzondering werd daar vanaf geweken. Als het heel warm was bijvoorbeeld, dan werd vantevoren in het *Beurscommentaar* aangegeven dat het de handelaren die dag toegestaan was hun colbert uit te trekken. Dat was [later] op de optiebeurs heel anders, dat was een heel ander slag mensen. Zoals ze daar bijvoorbeeld rondliepen, dat zou op de aandelenbeurs nooit kunnen. Op de [aandelen]beurs waren ze veel traditioneler, veel hiërarchischer (...) Toch zagen veel hoeklieden de optiehandel wel zitten, alleen vonden ze wel de handel zoals die in Chicago verliep veel te hectisch, te barbaars. Wat dat betreft zagen ze meer in de manier waarop er in Philadelphia gehandeld werd. Dat was veel bedeesder, wat provinciaal.”

---

<sup>156</sup> In het beursjargon worden deze handsignalen *arb* genoemd, een term die ook afkomstig is van de termijnmarkten.

<sup>157</sup> *NRC Handelsblad* van 8 oktober 1977.

<sup>158</sup> ‘Opties: Jungle of Belegging?’, *De Volkskrant* van 4 april 1978.

<sup>159</sup> Beverly Braverman in het *Algemeen Dagblad* van 20 oktober 1977.

Ook de direct betrokkenen zien al snel het verschil tussen de manier waarop de aandelenhandel plaatsvindt en de wijze waarop in opties gehandeld wordt. De handelsgemeenschap op de effectenbeurs kent een hiërarchische structuur, gebaseerd op leeftijd en ervaring. De jongste medewerkers zijn bedienden, die herkenbaar zijn aan een vierkante knoop, gedragen in de revers van hun jas. Gevolmachtigde bedienden dragen op diezelfde plaats een ronde knoop, en mogen slechts in opdracht van hun werkgever aandelen kopen- of verkopen. Alleen de beursleden zelf mogen tenslotte wél voor eigen rekening handelen, hoewel in de praktijk ook gevolmachtigde bedienden dit doen (Brouwer 1969: 229-230). J. van Schoonhoven heeft op beide beursvloeren gewerkt, en vertelt:

“Het was een dag-en-nacht verschil. Zeker in de beginjaren. Zo werden de jongens van de optiebeurs als een vrijgevochten bende gezien, de straatschoffies. Op de effectenbeurs waren dat toch wel de heren, zoals dat in die tijd werd gezien. Later werden die cultuur[verschillen] ook wel iets afgezwakt, maar in het begin waren het toch de heren van de banken en de heren van de hoekmansbedrijven. De optiehandelaren waren jonger, dynamischer. Vanuit de optiebeurs werd er toch altijd redelijk stoffig naar de effectenbeurs gekeken [sic], zeker in de beginjaren. Naar oudere mannetjes, al wat gezapiger, oude baasjes. Daar kon je lopen tot aan je 65<sup>e</sup> bij wijze van spreken, en daarna misschien ook nog, maar op de optiebeurs, dat ging je niet volhouden tot aan je 65<sup>e</sup>.”

Ook de filosofie van het handelssysteem in Chicago is heel anders. Hier wordt de handel vormgegeven door een groter aantal functioneel verschillende marktpartijen. Allereerst zijn er *Public Order Members* (POM's), die de aan- en verkooporders van beleggers aannemen. Aangezien ze echter niet zelf mogen handelen, moeten ze deze order doorgeven aan een *Floorbroker* (FB), die wel – in dienst van een POM of voor eigen rekening als *Independent Floorbroker* – op de vloer mag handelen. De Floorbroker kan met de order naar een andere Floorbroker gaan om met haar tot een transactie te komen, of naar een *Market Maker* (MM) in het betreffende fonds stappen. Deze laatste partij heeft zich jegens de beurs verplicht om voor bepaalde, toegewezen optieklassen (*assignments*) voortdurend bied- en laatkoersen af te geven, en ook voor eigen rekening te handelen tegen die koersen. De market maker is op deze manier de spil in de liquiditeitsverschaffing. Er is in Chicago nog een handelspartij op de beursvloer aanwezig, de zogenaamde *Board Broker* (BB). Deze heeft als taak het bijhouden van het boek met limietorders van het publiek. Een belangrijk aspect van deze constructie is, dat deze orders altijd voorrang hebben boven andere orders van professionele handelaren. De gedachte is, dat particuliere beleggers niet benadeeld mogen worden bij het uitvoeren van orders. Tot slot is er nog de positie van de *Two-Dollar Broker*, die orders uit kan voeren voor leden van de CBOE die geen toegang hebben tot een floorbroker, of de floorbrokers kunnen helpen tijdens drukke handelsperioden. De naam *Two-Dollar Broker* is gebaseerd op het oorspronkelijke bedrag van de courtage die voor het uitvoeren van orders gevraagd werd (Weiss 2006: 163).

Wanneer een transactie tot stand komt (bijvoorbeeld tussen een floorbroker en een market maker), maken beiden een notitie van de hoeveelheid en prijs en leveren deze in bij het matching systeem van de beurs. Een dergelijke notitie wordt een *trade ticket* of *trade slip* genoemd. Een *trade ticket* maakt

het mogelijk om elkaars interpretatie van de transactie te vergelijken en om vast te stellen of de genoteerde prijzen en hoeveelheden overeenkomen. Wanneer er geen match is, moeten de transactiepartijen er uiteindelijk in onderling overleg uit zien te komen. Wanneer de transactie zo vastgelegd is, wordt het *trade ticket* als een *matched trade advice* doorgegeven aan de *Clearing Member* (CM) van de handelende partijen. Er zijn twee soorten rekeningen bij de clearing member: de *public account* voor POM's en de *trade account* voor floor brokers en market makers. De clearing member is lid van de clearingorganisatie, en heeft bij een *clearing bank* een rekening lopen om de transacties van haar leden te vereffenen. Deze bank verzorgt de afwikkeling tussen de clearing members en de clearingorganisatie. De clearingorganisatie krijgt alle transacties van haar leden binnen en kan de transactie *settelen* door de rekeningen van de respectievelijke clearing members te debiteren of crediteren. De clearing member zal dit op haar beurt voor haar klant doen.

Tussen de clearing member en de market maker ontstaat vaak een nauwe vertrouwensband. De market makers vertrouwen voor de goede afhandeling van hun transacties op de clearing member, terwijl deze laatste de optieposities van de aangesloten market makers (via de *trade account*) intensief in de gaten houdt. Zo moet voorkomen worden, dat een market maker teveel risico loopt.

### 3.3 Marktopties

Hoewel de optiehandel gedomineerd wordt door het model van de CBOE, en ook de optiebeurzen van Toronto en Montreal al met eenzelfde model werken, zijn er in dit relatief prille stadium van de optiehandel al verschillen waarneembaar. In andere steden (zoals San Francisco en Philadelphia) functioneren optiebeurzen volgens iets andere modi operandi, waardoor de Amsterdammers de mogelijkheid hebben om ook die modellen op hun merites te beoordelen. Dit leidt er toe, dat het uiteindelijke systeem in Amsterdam op een aantal punten afwijkt van dat van de CBOE. Eén significant verschil met het Chicago-model betreft de functie van Board Broker, die in Amsterdam door een employee van de EOE zou worden vervuld, en niet door een op eigen rekening handelend persoon. Vanuit de praktijk van het handelen in Chicago werd dit overigens ook aangeraden; zo kon deze, nu *Order Book Official* (OBO) genoemde functionaris daadwerkelijk als een neutrale partij gezien worden, net zoals op de optiebeurs van de *Pacific Stock Exchange* (PSE) in San Francisco.<sup>160</sup> Er werd ook gekeken naar het functioneren van de AMEX-beurs in New York waar, anders dan in Chicago, de functie van Market Maker aanvankelijk niet apart geconceptualiseerd was. De AMEX kende, net als de NYSE, de functie van *specialist*, een soort hoekman die de rol van Market Maker en Board Broker met elkaar combineert. Volgens de Amsterdammers geniet het CBOE-systeem hier echter de voorkeur, omdat dit de grootste liquiditeit garandeert. Gevolg is, dat de EOE gaat opereren met een mengvorm van twee systemen voor het uitvoeren van orders. In de eerste plaats moeten de Market Makers voor liquiditeit zorgen door voor eigen rekening te handelen, hetgeen een *quote-driven*

---

<sup>160</sup> Volgens Doornbos vond men de rol van Board Broker teveel lijken op die van hoekman, en werd om die reden voor het alternatief van de OBO gekozen (interview met U. Doornbos).

systeem genoemd wordt (Harris 2003: 92-96). Maar er is ook een element van een zogenaamd *order-driven* systeem te herkennen in de functie van de Board Broker en het boek met limietorders dat zij bijhoudt.

Een ander onderdeel, dat van de PSE overgenomen wordt, zorgt in de eindfase van de voorbereiding nog voor extra druk op het budget. Adviseurs Krechting en Koot geven aan, dat het matching- en clearingsysteem van de *Pacific Stock Exchange* naar hun mening beter functioneert dan dat van de CBOE. In San Francisco worden de orders, die van de beursvloer komen, meteen door beurspersoneel ingevoerd en niet, zoals in Chicago, pas achteraf. Hierdoor kunnen fouten in de matching meteen waargenomen worden, hetgeen de hoge foutmarges op de CBOE en het aansluitende nachtelijke correctiewerk voorkomt.<sup>161</sup> Ondanks de extra investeringen in onder andere computerapparatuur die het veranderen van de methode met zich meebrengt, gaat het bestuur toch akkoord met de voorgestelde nieuwe werkwijze. De voordelen van de werkwijze op de PSE worden als dermate groot gezien, dat “(..) er alle reden was op dit punt van de gekozen beleidslijn – de werkwijze van de CBOE zoveel mogelijk te volgen – af te wijken.”<sup>162</sup> Met enige trots vermelden de betrokkenen dan ook vaak, dat het uiteindelijke handelssysteem van de EOE beter was dan dat van de CBOE (interview U. Doornbos). Het combineren van de beste elementen uit de verschillende werkwijzen van de al operationeel zijnde optiebeurzen geeft aan, hoe de institutionele entrepreneurs van de EOE gebruik maken van de ervaringen van de bezochte beurzen. Een fundamenteel onderdeel van het CBOE-model (de market makers) blijft echter gehandhaafd, ondanks het feit, dat de specialists zoals die op de AMEX actief zijn op het eerste gezicht beter zouden passen in de cultuur van de Amsterdamse aandelenhandel. De reden hiervoor is, dat voor de invulling van deze zo belangrijke rol van market maker (ook vanwege het volledig ontbreken van een Europese traditie op dit gebied) vooral gesteund wordt op de inbreng van de leden van de Amerikaanse beurzen. Vanuit deze kringen wordt meermaals een grote belangstelling aangegeven voor het lidmaatschap van een EOE die gebaseerd is op het CBOE-model. Deze beurs wil bijvoorbeeld zelf al in een vroeg stadium een optie nemen op vijftig zetels ten behoeve van haar eigen leden.<sup>163</sup> Een tekort aan market makers is dan ook aanvankelijk nooit een agendapunt, ook niet wanneer duidelijk wordt dat er meerdere market makers voor dezelfde optieklassen actief zullen moeten worden. Hierdoor zal er namelijk geconcurrereerd moeten worden om orders. Er wordt geredeneerd dat dit de liquiditeit verder ten goede komt.<sup>164</sup> Er worden seminars in de VS georganiseerd, met als expliciet doel het aantrekken van “(..) een hoog kaliber mensen (..) met praktische ervaring in de optiehandel.” In een Engelstalige memo stelt Scholten dat er een gerichte aanpak moet komen om deze mensen te interesseren voor een positie in Amsterdam, waarin de nadruk

---

<sup>161</sup> Notitie van Krechting en Koot namens Twynstra Gudde van 22 mei 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>162</sup> Bestuursvergadering van de EOE, 16 juni 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>163</sup> Vergadering van de Commissie Optiezaken van 4 juni 1976. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

<sup>164</sup> Memorandum ‘The EOE-project’ van 2 maart 1977. Hierin wordt gesproken van een concept dat “(..) *is revolutionary to the securities industry.*” Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

ondermeer gelegd moet worden op het feit dat de EOE opgezet is volgens het CBOE-model. Over de potentiële market makers zegt hij: “*Their experience is just as valuable as the money they are putting up for their seats.*”<sup>165</sup> Aan de vooravond van de start van de handel wordt echter duidelijk, dat er in Amsterdam nog niet genoeg market makers actief zullen zijn. Op 31 januari 1978 zijn er slechts zeven aanmeldingen binnen, waarvan er vijf afkomstig zijn uit de VS. Bij de start op 4 april is dit aantal weliswaar opgelopen tot 8 (met drie verdere aanmeldingen in de pijplijn), maar dit blijft duidelijk achter bij de verwachtingen. Aan het uiteindelijk uitblijven van grote belangstelling van Amerikaanse zijde (en daarmee het ontbreken van een grote groep ervaren marktpartijen) wordt in de maanden voor de opening een analyse gewijd.<sup>166</sup> Hierin worden een aantal redenen voor het geringe aantal aanmeldingen genoemd, die vooral te maken hebben met de lange periode van voorbereiding en de weinig enthousiaste (en soms zelfs negatieve) opstelling van een aantal leden van de studiegroep die eind 1977 Chicago, Toronto en New York bezoekt.<sup>167</sup> Dit zou veel potentiële gegadigden afschrikt kunnen hebben. Gecombineerd met de onbekendheid van de functie van market maker bij mogelijke Europese kandidaten wordt de kiem gelegd voor een chronisch tekort aan mensen, die een invulling kunnen geven aan deze essentiële schakel in de optiehandel (als “de olie in de markt”).<sup>168</sup> De introductie van handelsystemen die beproefd waren in Chicago en de moderne computertechnologie voor orderverwerking en koersinformatie, zijn op deze manier uiteindelijk een belangrijke, maar geen voldoende voorwaarde voor een goed functionerende optiehandel. De handelaren zijn degenen die binnen deze structuur de prijzen op de vloer moeten maken, maar ondanks de voorbereiding in Chicago is het voor vele niet-Amerikanen nog onduidelijk wat opties of market makers nu eigenlijk precies zijn. Los van de specifieke handelingen die een handelaar in de rol van market maker moet vervullen, moet een market maker beschikken over een heel andere instelling dan bijvoorbeeld een hoekman. Schwarz en Scholten (1978) stellen bijvoorbeeld, dat een goede market maker over een goede wiskundekennis beschikt, liefst weinig of geen ervaring heeft met aandelenhandel, en iemand is die *niet* probeert om de richting van de markt te voorspellen. Integendeel, een market maker dient eigenlijk alleen te letten op een zo gering mogelijk risico van de eigen positie en het behalen van risicovrije rendementen door te profiteren van prijsverschillen (arbitrage). Deze handelsfilosofie verschilt duidelijk van de gangbare opvattingen over aandelenhandel, waarin het bepalen van de ‘juiste’ prijs van een aandeel een belangrijke plaats inneemt. De weinige Amerikaanse handelaren die een zetel kopen aan de EOE zien dan ook een mogelijkheid om hun informatievoordeel en handelskennis uit te buiten ten koste van hun tegenpartijen. Met het vestigen van de Amerikanen in Amsterdam vormt zich een soort *expat community* tussen de grachten die de kennis over de

---

<sup>165</sup> Memo van Scholten bij een seminar gehouden in de Wall Street Club te New York, getiteld *What the EOE can mean to you*. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

<sup>166</sup> “Analyse over het achterblijven van de aanmeldingen in de VS”, Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>167</sup> Ibid.

<sup>168</sup> Citaat uit CTO: ‘Notitie inzake de verhoging van positielimieten voor (Assigned) Market Makers in aandelenoptieclassen’, 1985. NA, MvF (1889) 1954-1995: 364.

optiehandel in de VS belichaamt. Alle rapporten, studiereizen en oefensessies ten spijt, de Amerikanen hebben het voordeel van praktijkkennis over de handel en beschikken van daaruit over een kennisvoordeel. De opties die in april 1978 in de Koopmansbeurs verhandeld worden zijn voor zo'n beetje alle anderen wat Faulconbridge, Engelen, Hoyler en Beaverstock (2007) in navolging van Clark en O'Connor (1997) *opaque financial products* noemen, of (als produktklasse) *singularités* (Karpik 2007) genoemd zouden kunnen worden: financiële instrumenten die voor een kleine groep insiders bekende eigenschappen hebben, maar die voor een meerderheid moeilijk te doorgronden zijn. Bookbinder (1976) kan zijn boek dan ook beginnen met de waarschuwing: "*This book is not intended for the "average investor"*".<sup>169</sup> Een kenmerk van dergelijke produkten is, dat de handel lokaal plaatsvindt, dicht bij de actoren die een grote kennis van het produkt hebben (Faulconbridge, Engelen, Hoyler en Beaverstock 2007: 286). Door het importeren van het Chicago-systeem zijn deze actoren Amerikaanse handelaren met ervaring op de optiebeurzen in de VS; op het 'Chicago-eiland' in Amsterdam vormen zij dus de *locals*. De Nederlandse handelaren staan erg sceptisch ten opzichte van deze *locals*, en handelen voorzichtig met de Amerikanen. Volgens de geïnterviewde mensen waren de Nederlanders echter in staat om goed partij te bieden. Westerterp vertelt bijvoorbeeld over de Amerikaanse market makers (interview met T. Westerterp):

"Merrill Lynch had er maar één, maar er waren wel meer Amerikanen, die dachten: we steken die Hollandse jongens wel (..) zo in de broekzak. [Ze] hadden wat ervaring in Chicago, maar die Nederlanders die bekeken dat zo, en ze hadden een soort *feeling*, omdat het opties op Nederlandse fondsen waren. Daar hadden ze ervaring mee, ze wisten echt wel hoe die zich zo ongeveer gedroegen. Dus die Nederlandse market makers hebben zich echt niet laten ondersneeuwen."

Door de teleurstellende resultaten vallen de meeste Amerikaanse floorbrokers en market makers al snel af. De tegenvallende omzetten maken het voor de overgebleven market makers moeilijk om de liquiditeit voor sommige optieklassen te blijven garanderen. Bovendien zijn er - ook in een later stadium - nog steeds onvoldoende van hen om een continue markt te kunnen garanderen. Voor de 16 optieklassen die begin juni 1978 verhandeld worden (zie tabel 4.1) zijn slechts 5 market makers actief.<sup>170</sup> Ondanks de herhaaldelijk uitgesproken steun van de beurs aan het market maker-systeem is het in de praktijk steeds moeilijker om aan de zuivere vorm (*single capacity*) te voldoen. Floorbrokers blijken vooral in opties op Amerikaanse- en weinig verhandelde Nederlandse waarden te handelen als *specialists*, hetgeen door de beurs oogluikend wordt toegestaan vanwege het geringe aantal market makers.<sup>171</sup> Aangezien deze floorbrokers geen markt hoeven te maken, en ook aan minder zware overige eisen hoeven te voldoen, is er voor weinigen een prikkel om market maker te worden. Scholten en Jenkins leggen het bestuur dan ook de keuze voor: òf een duidelijke voorkeur uitspreken

---

<sup>169</sup> Bookbinder (1976), voorwoord.

<sup>170</sup> Actieplan juni-december 1978 van 16 juni 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>171</sup> Memo van Scholten en Jenkins van 25 augustus 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

voor het market maker-systeem (en dit versterken), òf kiezen voor een alternatief handelssysteem.<sup>172</sup> Aangezien het werken met market makers de kern van het EOE-systeem vormt, besluit het bestuur een terugkeer naar het “*competitive market maker system*” te bespoedigen door de financiering van market makers te stimuleren.<sup>173</sup> Hierbij valt in eerste instantie te denken aan financiering door externe partijen (door middel van bijvoorbeeld durfkapitaal; zie Schwarz en Scholten 1978). Een probleem met deze aanpak is evenwel, dat de EOE in het algemeen –en het instituut van market maker in het bijzonder– nog onbekend zijn bij potentiële investeerders.<sup>174</sup> In een later stadium zou het daarom zelfs denkbaar kunnen zijn dat POM’s market makers financieren, waarmee een eind zou komen aan de strikte scheiding tussen twee groepen leden: de partijen, die de beurs verbinden met externe beleggers en de puur intern gerichte market makers. Deze scheiding werd nu juist benadrukt bij de presentatie van de EOE bij buitenlandse beurzen en de overheid. Bij een gesprek op het Ministerie van Financiën geven Bangert, van der Slikke en Scholten bijvoorbeeld aan, dat door het market maker-systeem “op de optiemarkt (...) de macht van de kapitaalkracht weg[valt].”<sup>175</sup> Door het onverenigbaar zijn van de rol van market maker met die van bank of commissionair wordt namelijk voorkomen, dat deze partijen koersen zouden kunnen manipuleren, iets waarvoor het Ministerie aanvankelijk bang was (zie hoofdstuk 2). Mede op grond van deze functiescheiding werd toestemming verleend voor de ontwikkeling van de optiebeurs, zodat het de facto loslaten ervan enige tegenstand opriep bij de toezichthouders. Bovendien kon men de nieuwe *specialist*-rol van veel floorbrokers nu niet meer zomaar afschaffen. Om deze reden werd floorbrokers voortaan een keuze voorgelegd tussen het hoofdzakelijk afhandelen van publieke orders en het in hoofdzaak handelen voor eigen rekening.<sup>176</sup> Toch blijft het moeilijk om in de praktijk vast te houden aan het zuivere *single capacity*-model, vooral omdat de omzetten nog steeds tegenvallen. Het bestuur besluit dan ook dat enige flexibiliteit in de omgang met de reglementen wenselijk is: “(...) *a bigger volume is the main objective for the EOE which, however, cannot be effected by a strict enforcement of the rules only.*”<sup>177</sup> Vlak na de introductie van de Duitse optieklassen (in februari 1980) wordt bovendien besloten om een nieuwe positie in het leven te roepen, namelijk die van *Floorbroker/Specialist* (FB/S). Deze marktpartij houdt een boek bij van de (limiet)orders voor opties in de klasse waarin hij specialist is, en kan op deze manier deze orders in voorraad houden. Deze constructie wijkt duidelijk af van het market maker-systeem, en vertoont grote gelijkenis met een hoekmansysteem, waardoor er een duidelijke breuk met het Chicago-model ontstaat. De floorbroker/specialist wordt als een tijdelijke oplossing voor de (zeker in het begin) te verwachten geringe omzetten gepresenteerd, maar de informatievoordelen die deze marktpartij heeft

---

<sup>172</sup> Ibid.

<sup>173</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 31 augustus 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>174</sup> Buitengewone ledenvergadering van de EOE van 26 oktober 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>175</sup> Gesprek van Bangert, van der Slikke en Scholten met van der Beek en Canneman van het Ministerie van Financiën op 23 juni 1976. NA MvF (1889) 1954-1995: 358.

<sup>176</sup> Notitie *Assignment Proposal MM/FB* van 8 november 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>177</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 22 februari 1979. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.



als gevolg van het houden van een orderboek zijn aanleiding voor een stevige interne discussie en aantal kritische vragen van de CTO. Intern staan tegenover hen, die de invoering van de floorbroker/specialist als onaanvaardbare aantasting van het handelssysteem zien, zij die een meer pragmatische positie innemen. Met name het feit, dat het voorkomt dat orders van beleggers niet uitgevoerd kunnen worden omdat er geen market maker bereid gevonden kan worden om een positie in te nemen, is vooral de directie (ook met het oog op de resulterende negatieve publiciteit) een doorn in het oog. Uiteindelijk gaat het bestuur (met een kleine marge van 8 tegen 5) akkoord met de invoering van de nieuwe handelspartij.<sup>178</sup> Voor de CTO is vooral de monopoliepositie van de floorbroker/specialist zorgwekkend, vooral wanneer deze functie gecombineerd zou worden met die van hoekman op de effectenbeurs.<sup>179</sup> Uiteindelijk stemt de CTO in met de benodigde veranderingen in statuten en reglementen als een uit nood geboren en tijdelijke maatregel, en met de toezegging van de EOE dat als de omzetten weer stijgen, de gewenste functiescheiding weer zal worden aangebracht.<sup>180</sup> In de onderzochte periode blijft het aantal market makers een probleem dat voortdurend terugkomt. De beursorganisatie besluit uiteindelijk om de opleiding van nieuwe market makers zelf ter hand te nemen door middel van een opleidingsprogramma.<sup>181</sup> Het vinden van voldoende market makers is in de latere stadia van de ontwikkeling van de EOE geen probleem meer van onvoldoende omzetten op de beurs; die zijn in het begin van de jaren tachtig op een dermate hoog (en stijgend) niveau aanbeland dat er voor potentiële market makers genoeg winstmogelijkheden voorhanden zijn. Het ontbreken van een groot aantal jonge ondernemers die de rol van market maker willen gaan vervullen wordt vooral veroorzaakt door de onbekendheid met de functie en de daarmee samenhangende terughoudendheid van investeerders bij de financiering.<sup>182</sup> Ook hier moet de beurs, net als bij de particuliere beleggers, een educatieve taak op zich nemen om de kennis over ‘het vak’ te vergroten en te verankeren in de perceptie van mogelijk geïnteresseerde ondernemers. Het betekende echter ook, dat er, voor het zo ver zou zijn, compromissen gesloten moesten worden aangaande de zuiverheid van het gekozen handelssysteem. De financiering door POM's is in dit verband al genoemd, en de relaties tussen beide partijen zorgen voor de nodige discussies. Uiteindelijk wordt een financiële verbinding toegestaan op voorwaarde dat er een strikte scheiding tussen het management van beide organisaties bestaat.<sup>183</sup> Dergelijke verbanden tussen marktpartijen komen steeds meer voor, net als connecties tussen

---

<sup>178</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 8 mei 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>179</sup> Vergadering van de CTO van 18 juni 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>180</sup> Vergadering van de CTO van 21 augustus 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360. Naast de toevoeging van de FB/S worden na de start van de handel nog enkele nieuwe categorieën ingevoerd, die hier niet verder behandeld zullen worden. Hieronder vallen de *Public Order Correspondent Member* (PO(C)M; oktober 1978), die tegen een gereduceerd tarief lid kan worden, en de *Off Floor Trader* (OFT; november 1980, vanaf de introductie van goudopties), die zonder tussenkomst van een POM orders kan geven aan de vloerhandelaren. Vooral de OFT wordt met scepsis bekeken door de CTO, voornamelijk vanwege het feit dat een dergelijke handelaar de “zeeffunctie tussen publiek en markt” van de POM omzeilt. Zie bijvoorbeeld vergadering van de CTO van 11 december 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>181</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 22 september 1983. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>182</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 25 november 1982. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>183</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 17 september 1986. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:2.

floorkopers en market makers. En telkens weer betekent dit dat de pure vorm van het *single capacity* systeem geweld wordt aangedaan. Hierdoor komt hetgeen de CTO in een notitie de “publieke functie” van de market maker noemt (het verschaffen van liquiditeit en daarmee het garanderen van een ‘goede prijs’) enigszins in het gedrang.<sup>184</sup> Het beursbestuur moet daarbij deze publieke belangen afwegen tegen de economische belangen van de leden, en laat in deze afweging de balans meestal doorslaan naar het publieke belang. Scholten merkt dit al in 1977 op, als tijdens een discussie over de handelsuren van opties op Amerikaanse waarden enkele beursleden aangeven dat in hun optiek een beurs er is voor de leden:

“Dit (..) nu is ten dele een misvatting en bepaald niet langer hanteerbaar in de huidige overheidssituatie. De beurs is in de eerste plaats voor het publiek, ook al zullen verschillende leden en functionarissen ter zake een andere opinie huldigen.”<sup>185</sup>

Ook later wordt in dit verband het belang van een goede prijsvorming op basis van een systeem van met elkaar concurrerende market makers onderstreept: “*The quality of an exchange is heavily dependent on the way in which price formation is organized.*”<sup>186</sup> Over deze prijsvorming in relatie tot het werk van vooral Donald MacKenzie zal in de volgende paragraaf iets gezegd worden. Eerst zal echter het tweede fundamentele onderdeel van de handel in gestandaardiseerde opties besproken worden, namelijk dat van clearing en settlement.

#### **4. Clearing en settlement**

De tweede pijler van de optiebeurs is het clearing- en settlementsysteem. Voor de externe definitie van de optiebeurs is deze functie op het eerste gezicht niet relevant. Door buitenstaanders wordt het vaak gezien als een puur technische kwestie, die zelden als problematisch of als van groot belang gezien wordt. In deze paragraaf hoop ik echter duidelijk te kunnen maken, dat de introductie van een clearingsysteem niet alleen voor het intern functioneren van de beurs belangrijk is, maar de ontwikkeling van deze technologie ook belangrijke gevolgen voor de verdere ontwikkeling van de derivatenhandel in het algemeen, en de EOE in het bijzonder, heeft gehad.

##### *4.1 Een nieuw fenomeen*

Met *clearing* wordt namelijk het vastleggen, verwerken en matchen van transacties bedoeld. *Settlement* is het uiteindelijke uitwisselen van activa om de transactie af te wikkelen (Loader 2002). Clearing en settlement zijn vitale functies voor een markt, maar zijn als onderdeel van het transactieproces op produktmarkten als aparte stappen vaak alleen impliciet aanwezig. Voor een beurs

---

<sup>184</sup> Notitie van de CTO inzake de lidmaatschapsverhoudingen binnen de EOE, NA MvF (1889) 1954-1995: 363.

<sup>185</sup> Notitie van Scholten getiteld ‘Fungibele of parallelmarkt en de openingsuren van de EOE’. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>186</sup> Notitie van de directie aan het EOE-bestuur, getiteld *Inter-member Relations*. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:2.

is dit anders: aangezien het tijdrovend en omslachtig is voor individuele handelspartijen om iedere transactie apart af te wikkelen, is er op een bepaald moment een à priori (centraal) systeem geïnstalleerd. Een belangrijke innovatie die met een dergelijk systeem geïntroduceerd wordt is, dat de clearinginstelling een positie tussen de koper en verkoper inneemt. Deze positie is op een aandelenmarkt in principe beperkt tot één moment (dat van de transactie), maar strekt zich op een termijnmarkt zoals de optiemarkt over een langere periode uit. Ten opzichte van de koper fungeert de clearinginstelling daarbij als verkoper (en neemt in het geval van een call-optie de leveringsverplichting over), terwijl ze voor de verkoper betaling van de premie garandeert. Vooral bij derivaten, die normaliter voor een langere periode open staan, is dit veel efficiënter dan het gedurende de looptijd van het contract in stand houden van de relatie. De individuele handelspartijen hoeven niet telkens de kredietwaardigheid van de tegenpartij te beoordelen, maar kunnen vrij handelen.<sup>187</sup> Het clearingproces heeft een tweezijdig karakter. Enerzijds is er een administratieve functie (de operationele kant) en anderzijds een verzekeringsaspect (de financiële kant). Dit laatste maakt dat de clearingorganisatie verwantschap vertoont met een verzekeringsbedrijf. Het betekent namelijk, dat de leden van clearingorganisatie feitelijk garant staan voor elkaars posities. Hoewel een clearingorganisatie zoals de OCC nooit krediet verleent aan haar leden, moeten deze wel marges aanhouden die streng gecontroleerd worden door de clearingorganisatie. Voor DNB is dit aspect aanvankelijk een reden om na te denken over de clearingfunctie van de optiehandel. Voor de centrale bank spelen twee vragen: zijn de clearing members wanneer ze geld aannemen in die hoedanigheid kredietinstellingen? En hoe wil de EOCC een ‘meesleep-effect’ voorkomen wanneer een beroep moet worden gedaan op de wederzijdse garanties?<sup>188</sup> Bovendien brengt de structuur van het clearingsysteem een sterke verbondenheid met banken met zich mee. Ten eerste moeten de clearing members namelijk een rekening aanhouden bij een daartoe aangewezen *clearing bank*, die deze rekening beheert op instructies van de clearinginstelling. Ten tweede is het banksysteem een belangrijke kredietbron voor alle betrokkenen (Bernanke 1990:138-139), en zijn diverse banken zelf (via dochterinstellingen) actief als clearing member. Bovenstaande factoren zijn redenen voor DNB om, ondanks haar in 1977 ingenomen positie (om het toezicht op de optiehandel volledig over te laten aan het Ministerie van Financiën; zie hoofdstuk 2), de optiehandel toch vanaf de zijlijn te blijven volgen. DNB ziet de EOCC uiteindelijk als een inter-professioneel instituut, en niet als een financiële instelling onder de Wet Toezicht Kredietwezen.<sup>189</sup> Het nadenken over de unieke aspecten van de clearingconstructie geeft wel aan, dat de technologie van clearing en settlement duidelijk een nieuwe dimensie toevoegt aan de beurshandel in Nederland, waar de centrale bank nog enigszins onwennig tegenover staat. Okkema vertelt (interview met G. Okkema):

---

<sup>187</sup> Hoe belangrijk dit is, bleek onlangs nog eens bij het faillissement van optiebedrijf Intal. De posities van Intal werden, na omvangrijke verliezen, niet meer gegarandeerd door haar clearingbedrijf (Fortis). Hierdoor was verder handelen onmogelijk geworden. *Financieel Dagblad* van 28 mei 2008, ‘Optiefirma Damrak Bankroet’.

<sup>188</sup> NA, DNB, inv. nr. 11.978.

<sup>189</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 1 februari 1978. Archief Stichting VvDE/Beursarchief 010:1.

“Het vreemde was, wij vielen onder het toezicht van de CTO, maar de DNB bemoeide zich er niet mee. Dat hebben ze in eerste instantie helemaal laten liggen. Dat komt zeker vanwege de onbekendheid, de onwennigheid. En natuurlijk ook [vanwege het] in het begin beperkte belang.”

Het is goed om wat dieper in te gaan op de essentie van de clearingtechnologie door wat verder te kijken dan de functionele aspecten ervan. Niet voor niets constateert de Technische Commissie in haar verslag van de studiereis naar Noord-Amerika namelijk, dat de clearingorganisatie het “draaipunt van de hele organisatie van de handel in opties” is.<sup>190</sup> Wat de clearing op een effectenbeurs en een optiebeurs gemeen hebben, is de strategische locatie in de informatie- en geldstromen binnen een beursstelsel. Alle orders komen uiteindelijk bij de clearinginstelling terecht, en de kennis over alle openstaande posities en marges van de clearingleden en aangesloten handelaars is geconcentreerd in dit centrale punt in het handelsapparaat. Voor een beurs is de clearingorganisatie daarom een belangrijke ingang om controle te houden op het intern functioneren van de beurs. Niet voor niets komt de clearingorganisatie daarom als controle-instrument ter sprake wanneer bijvoorbeeld de mogelijkheid van een Amsterdamse markt voor Amerikaanse aandelen behandeld wordt.<sup>191</sup> Scholten geeft ook een goed voorbeeld van het belang van clearing in dit opzicht (interview met L. Scholten):

“[Je] moest ontzettend oppassen dat je niet in handen viel van [Amerikaanse] organisaties die er al waren, (...) die door clearingwerkzaamheden aan te bieden probeerden een vinger in de pap te krijgen in die beurs die in Europa zou worden opgezet. Daar moest je ontzettend voorzichtig mee zijn. Ze boden van alles aan, ze hielpen met alles, maar dan zat er een addertje onder [het gras], en dan moest je toch weer zien te bereiken dat je daar niet voor boog, want dan raakte je de meeste van je eigen bevoegdheden kwijt. Die lui waren zo ontzettend gewend aan toezicht van boven (...). [D]ie Amerikanen hebben op dat punt, met name voor wat betreft de [optie]clearing, steeds geprobeerd om daar een handvat te krijgen en dan ook hun eigen belang daarin voorop te zetten.”<sup>192</sup>

De centrale positie van de clearingorganisatie maakt het tevens mogelijk, om de risico's te controleren. Een groot verschil tussen effecten- en optieclearing is zoals gezegd, dat de posities bij optieclearing veel langer open staan. Dit ligt uiteraard niet aan het settelen van de premiebetaling, maar aan de mogelijkheid die de houder van een optie heeft om de optie gedurende de looptijd uit te oefenen. Hierdoor kan de relatie tussen koper en schrijver tot aan de aflooptdatum van de optie blijven bestaan, gedurende welke tijd ook het risico blijft bestaan dat één van de partijen haar verplichtingen niet

---

<sup>190</sup> Verslag van de TC, studiereis naar Chicago, Toronto en New York van 23 t/m 29 november 1975. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

<sup>191</sup> Bestuursvergadering van de Stichting Voorbereiding EOE van 27 oktober 1977. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1. Deze markt zou nodig kunnen zijn om koersen op Amerikaanse aandelen te genereren, maar zou tevens naar verwachting een markt van beperkte omvang worden, waarop manipulaties meteen op zouden vallen. Door de centrale clearing van de optietransacties zouden dergelijke manipulaties aan de optiezijde echter meteen controleerbaar zijn.

<sup>192</sup> Het bestuur van de EOE waakt er dan ook voor dat de clearing members niet te veel zeggenschap krijgen in de EOCC. Ze krijgen collectief 3 van de 7 zetels in de EOCC-board, waardoor men als groep geen meerderheid kan vormen. Bestuursvergadering van de EOE van 16 februari 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1. Ook het Ministerie van Financiën waarschuwde voor machtsoverheersing door de grote leden.

nakomt. Zoals gezegd is hier de innovatie van een centraal clearinginstituut van belang; doordat zij het oorspronkelijke contract omzet in een tweetal contracten (één met iedere oorspronkelijke partij) wordt het risico dat de tegenpartij de verplichtingen niet nakomt effectief weggenomen. Door het overnemen van deze risico's ontstaat voor een clearingorganisatie meteen de noodzaak om deze in kaart te brengen en, waar mogelijk, te beperken. Dit laatste gebeurt in hoofdzaak door drie mechanismen: toegangsrestricties, instrumenten voor risico-management, en het delen van verliezen (Bliss en Steigerwald 2006: 25). Het eerste punt heeft betrekking op de eisen, die aan clearing members gesteld worden. Hierbij gaat het vooral om de kapitaaldekking die een clearing member heeft, maar de EOE stelt ook als eis, dat de clearing member een in Nederland geregistreerde en kantoorhoudende instelling is. De tweede component heeft voornamelijk betrekking op het bepalen van de hoogte van de marges die de clearing members bij de clearinginstelling moeten aanhouden. Deze marges dienen als buffer voor het opvangen van de verliezen die in de positie van een clearing member gedurende een handelsdag kunnen ontstaan. Het gebruik van 'kunnen' geeft al aan, dat er een concept moet zijn van de te verwachten handelsverliezen gedurende een 'normale' beursdag. Wanneer is een marge groot genoeg om deze verliezen op te kunnen vangen? Okkema vertelt over de ontwikkeling van dit systeem (interview met G. Okkema):

“Toen wij begonnen hadden wij een marginsysteem, dat was een percentage van de optiepremie. Dat was een systeem dat was overgenomen uit Chicago. Daarbij was de gedachte, dat de optiepremie min of meer een percentage is van de waarde van de onderliggende waarde. Als je daar nou weer een percentage van neemt heb je het risico van een koersfluctuatie wel opgevangen. We kwamen er als snel achter dat dat op zich volkomen voorbij ging aan de risico's die je liep. Toen zijn we begonnen (...) een goed marginsysteem [te] ontwikkelen. Westerterp was als de dood dat de dingen ingewikkeld zouden worden, mensen moesten, vond hij, alles zelf op de achterkant van een sigarendoos kunnen uitrekenen. En dat was voor mij weer niet acceptabel, omdat ik vaststelde dat dat simpele systeem wat we hadden (...) totaal inadequaats was. [Dan gaat het over de] margin die door de belegger aan zijn bank moest worden betaald: twee maal de optiepremie. De margin die door de clearing members aan de clearing moest worden betaald was de helft daarvan. Toen hebben we een systeem ontwikkeld, dat nog steeds erg simpel was. (...) En dat werd dan twee tot drie keer per jaar herberekend om, als er grotere uitslagen waren, dat op te vangen. (...) Voor de clearing members (...) hebben we een risicomodel [overgenomen] dat was ontwikkeld door de OCC. (...) De basis was het Black en Scholes model. (...) [H]et was een systeem waarin je er van uit mocht gaan dat je ook in bij grote uitslagen voldoende zekerheid verkreeg. We hadden het voordeel (dat was ook de reden dat ten opzichte van beleggers hogere eisen werden gesteld), dat wij als clearingorganisatie zelf iedere dag konden bijsturen. Dat deden we ook met clearing members. En dat je er van uit moest gaan, dat bij beleggers die banken daartoe niet in staat waren, en dat ook niet deden. Die deden dat 1 keer in de week in het begin, dat gebeurde. Niet dat dat was toegestaan, maar dat deden ze wel. Dat werd ook oogluikend toegestaan.”

Het ontwikkelen van een marginsysteem vereist zo onder andere een definitie van het risico dat een clearingorganisatie kan lopen. Hiervoor keek men naar de koersuitslagen uit het verleden om het maximale verlies op een handelsdag vast te kunnen stellen. Deze techniek leidt ertoe, dat de

clearingorganisatie rekening moet houden met de marktrisico's van de optiehandel.<sup>193</sup> Het derde bestanddeel van de clearingconstructie is bedoeld om in het ergste geval (ontoereikendheid van de marge en een clearing member die niet meer aan de margeverplichting kan voldoen) terug te kunnen vallen op het collectief ingebrachte vermogen van een clearinginstelling. De clearingorganisatie is daarom voortdurend bezig met transacties te verwerken, posities te berekenen en controle uit te oefenen. Er moet inzicht zijn in het risico dat de clearingorganisatie loopt, en de risicobeheersing dient door de gehele structuur van een optiemarkt te lopen. De connectie tussen clearing members is dermate intensief, dat vanuit de EOCC vier soorten rapporten naar de clearing members verzonden worden. Allereerst is er het *Daily Position Report*, dat zoals de naam reeds aangeeft alle transacties van die handelsdag specificereert en samenvat in een positie. Uit het rapport blijkt, of de clearing member over de handelsdag premies moet betalen aan de EOCC, dan wel juist ontvangt. Het tweede rapport is het *Margin Report*, waarin het totale margetekort of –overschot vermeld wordt. In het eerste geval moet de marge worden aangevuld. De 'betaalmiddelen' binnen dit systeem omvatten uiteraard cash, maar ook effecten zoals overheidspapier of aandelen (die volgens vastgestelde percentages als dekking kunnen dienen). De positie in de onderliggende waardepapieren wordt weergegeven in het derde rapport, de *Deposit Report*. Tot slot wordt alles nog eens samengevat in het vierde document, de *Daily Settlement Statement*.

In het geval van de optiebeurs is het controleweb echter nog groter, en strekt zich uit over meer verbanden dan alleen de directe relaties van de clearingorganisatie. Niet alleen de relatie tussen clearinginstelling en clearing member, uitgedrukt in marges, garanties en rapporten, is onderwerp van risicobeperkende maatregelen. Dit geldt ook voor de relaties tussen clearing members en de marktpartijen die bij hen aangesloten zijn: de market makers, floorbrokers en public order members. Ook zij dienen te voldoen aan marge-vereisten, die iedere dag gecontroleerd worden, en zich onderwerpen aan de controle van clearing members voor wat betreft hun handelsposities. Ook dit is niet het einde van de zekerheidsmaatregelen, omdat ook de toegang tot de beurs gereguleerd wordt. De public order members moeten er voor zorgen, dat hun cliënten zich bewust zijn van de risico's van het beleggen in opties (en dit ook vastleggen in een contractuele overeenkomst), dienen te letten op de omvang van de optieposities van hun klanten, én (in geval van het schrijven van opties) op het aanhouden van voldoende marge.<sup>194</sup> Dit uitgebreide zekerheidssysteem, dat de hele orderketen van een optie omvat, brengt op deze manier beleggers, hun bank of commissionair, marktpartijen en de beursorganisatie (in de vorm van de clearinginstelling) binnen de structuur van de beurs samen op een voor Nederland geheel nieuwe wijze. Het geeft weer, hoe belangrijk het clearing- en settlementproces is voor opties. Sterker nog: zonder de succesvolle clearing van een transactiehandeling op de vloer in de beurs van Berlage is er helemaal geen sprake van een optie. In het proces van preciseren van 'wat

---

<sup>193</sup> De gevolgen van een dergelijke risicodefinitie worden verder besproken in paragraaf 5.

<sup>194</sup> Vlak vóór de opening in april stelt Michael Jenkins bovendien nog een extra zekerheid in de vorm van voorschriften met betrekking tot liquide reserves van de clearing members voor. *Discussion paper capital requirements clearing members*, Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

een optie is’, komt ook het bestuur van de Stichting Voorbereiding EOE tot deze slotsom; “Wordt een opdracht door een POM niet doorgegeven aan de clearing, dan bestaat er in feite geen optie in de zin van de EOE-reglementen, en is er sprake van fraude door de POM.”<sup>195</sup>

Naar buiten toe presenteren EOE en EOCC zich ook vaak als één geheel. Hieruit, en uit het voorafgaande verhaal, zou afgeleid kunnen worden, dat de EOE en de EOCC feitelijk één en dezelfde organisatie vormen, of in ieder geval dezelfde belangen hebben. Toch is dit niet het geval. Wanneer binnen de Stichting in detail nagedacht wordt over de invulling van beide pilaren van de optiehandel wordt ook steeds meer duidelijk, dat er wel degelijk verschillende belangen zijn. Deze komen voor het eerst duidelijk aan het licht wanneer blijkt, dat de meeste clearing members vlak voor de opening van de beurs aangeven nog niet gereed te zijn voor het begin van de handel. Er wordt om uitstel van de opening met negen maanden gevraagd, maar volgens het EOE-bestuur zou dit de geloofwaardigheid van de beurs ten opzichte van het buitenland teveel aantasten. Het daaropvolgende verzoek van de clearing members om het aantal optieseries te beperken –zodat van start gegaan kan worden met een handmatige verwerking van de orders– wordt eveneens verworpen. Ook hier is volgens het bestuur de geloofwaardigheid in het geding, en wordt het bovendien om commerciële redenen niet wenselijk geacht om meteen het aantal series te beperken.<sup>196</sup> De vraag doet zich hierdoor dan ook voor, in hoeverre de EOCC onafhankelijk moet zijn van de EOE. Bestuurslid Henkelman is voorstander van een clearinginstelling, die dicht bij de beurs staat en door deze feitelijk gecontroleerd wordt. Hij is bang, dat de administratieve kant van de optiehandel (lees: de EOCC) regels zou kunnen voorschrijven aan de commercie (de EOE). De potentiële tegenstrijdige belangen worden gezien in de sfeer van de hoogte van de tarieven die de EOCC in rekening brengt aan de handel, de hoogte van de zekerheidsmarge en het tempo waarmee nieuwe opties geïntroduceerd worden. Het overgrote deel van het Stichtingsbestuur acht echter een onafhankelijke clearinginstelling wenselijk.<sup>197</sup> Hiermee wordt de verhouding tussen de EOE en EOCC vastgelegd. De clearingorganisatie kan zich grotendeels onttrekken aan de interne strubbelingen tussen de marktpartijen en zich richten op “het creëren van zekerheid” (interview met G. Okkema). De EOCC opereert ten opzicht van de handelende partijen via de clearing members als onafhankelijke risicobeheerser, en wordt ook als zodanig door de EOE-mensen beschouwd. Deze taak van de clearingorganisatie wordt voor de actoren al snel *common sense*: optiehandel is weliswaar potentieel risicovol, maar dit risico kan gecontroleerd worden door de margeverplichtingen waaraan alle partijen in de optieketen (van belegger tot clearing lid) moeten voldoen. Bovendien worden deze marges uiteindelijk centraal door de EOCC georganiseerd. Deze

---

<sup>195</sup> Vergadering van het bestuur van de Stichting Voorbereiding EOE van 2 juni 1977. Archief Stichting Vvde/Beursarchief 010:1.

<sup>196</sup> Gezamenlijke vergadering van het EOE-bestuur en de Beleidsgroep Interbancair Project Opties van 13 januari 1978. Archief Stichting Vvde/Beursarchief 010:1. De Beleidsgroep bestond uit de volgende banken die als clearing member lid waren van de EOCC: AMRO-bank, ABN, Rabobank, NMB, KasAssociatie en Pierson, Heldring & Pierson. Van deze banken was alleen de NMB vrijwel gereed voor het begin van de optiehandel. Doordat echter Merrill Lynch en First Options (clearing members met een Amerikaanse moeder) ook al klaar stonden, kon het EOE-bestuur vasthouden aan de openingsdatum van 4 april 1978.

<sup>197</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 1 februari 1978. Archief Stichting Vvde/Beursarchief 010:1.

intern gerichte, marktbenadering van het risico geeft een indicatie voor de ontwikkeling van een intern referentiekader van de optiebeurs. In hoofdstuk 4 zal echter blijken, dat andere partijen juist meer oog hebben voor de risico's van de EOE als *beurs*. De ontwikkeling van de clearingtechnologie heeft echter nog een tweede consequentie.

#### *4.2 Londen, Chicago, clearing en de essentie van opties*

In de lange voorbereidingsfase, waarin voortdurend met CBOE, OCC en de SEC overlegd werd over de handel in opties op Amerikaanse aandelen, concentreert de discussie zich op een gegeven moment op twee mogelijkheden: fungibele- en parallel verhandelde opties. Fungibele opties kunnen daarbij ook op een andere plaats verhandeld worden dan de plaats waarop ze zijn ontstaan (zie paragraaf 4 van hoofdstuk 2). Dit wordt bereikt door er voor te zorgen, dat een optie op bijvoorbeeld General Motors, die in Amsterdam verhandeld wordt, hetzelfde is als een optie op General Motors verhandeld in Chicago. Door de moratorium-perikelen in de VS gaat de fungibiliteit van deze opties uiteindelijk niet door, maar het essentiële inzicht –namelijk dat opties op dezelfde onderliggende waarde en in dezelfde serie, die door dezelfde instantie geclareed worden, dezelfde opties zijn– opent deuren voor een nieuwe vorm van samenwerking met Londen. Na het verdwijnen van de plannen voor twee beursvloeren wordt vlak vóór de opening van de EOE nog een poging tot samenwerking ondernomen. Op 5 december 1977 komt Amsterdam met een laatste voorstel. In een brief gericht aan de *Council* stelt men voor, dat indien het voor Britten (hetzij door de *dollarpremium*, hetzij door een expliciet verbod) zo moeilijk of zelfs onmogelijk gemaakt wordt om te handelen op de EOE, er een constructie denkbaar is waarin de handel in opties op Britse waarden plaatsvindt door LSE-leden en de transacties geclareed worden door de EOCC. Voorwaarde is dan wel, dat de ‘Londense opties’ ook verhandeld kunnen worden in Amsterdam. Hieruit blijkt, dat de optiehandel door middel van een beurssysteem naar een hoger abstractieniveau getild kan worden, onafhankelijker van de plaats waar ze in eerste instantie geproduceerd of verhandeld werden. Ondanks het feit, dat de handel in Londen op een geheel andere wijze (met inachtneming van enkele minimum eisen) kan functioneren dan de handel in Amsterdam, is het door het instrument van de clearing toch mogelijk om van de opties perfecte substituten te maken, waardoor een *dual listing* mogelijk wordt. Een optie, die bijvoorbeeld gekocht wordt in Amsterdam, zou zo verkocht kunnen worden in Londen. Dit systeem zou bovendien uitgebreid kunnen worden over alle participerende Europese effectenbeurzen. In Europa moet daartoe “(..) een stelsel van opties op Europese (en andere) waarden word[en] ingesteld.” En voorts:

“Het verdient (..) aanbeveling een organisatie te creëren, die de voorschriften harmoniseert met betrekking tot het schrijven [en] verhandelen van EOE-opties op verschillende beurzen, met clearing van de transacties door de EOCC. Op deze manier kan in Europa één soort opties worden ingesteld in



de (..) vorm van *EOE-opties*. Hoe deze verhandeld worden is niet van belang, mits de opties maar fungibel/dooreenleverbaar zijn.”<sup>198</sup>

De manier waarop de actoren in dit stadium inmiddels denken over opties, in termen van standaardisatie en los van individuele handelssystemen, is een nieuw abstractieniveau van redeneren in de effectenwereld. Het proces, dat in gang werd gezet met de girale levering van effecten, bereikt hier weer een nieuwe hoogte. Het is echter een denkwijze die niet direct ingegeven werd door de intrinsiek eigenschappen van opties *per sé*; het komt vooral voort uit de drijfveer om de optiehandel op Europees niveau te institutionaliseren:

“Wellicht kan op deze wijze de optiehandel- met één centrum te Amsterdam waar *alles* genoteerd en verhandeld moet kunnen worden- toch nog een meer internationaal/Europees karakter krijgen met meer medewerking van de zijde van andere Europese beurzen.”<sup>199</sup>

### **5. Marktrisico, modellen en *performativity***

Ondanks het feit, dat de clearingtechnologie een nieuw niveau van ‘virtualiteit’ mogelijk maakte, zijn de risico’s die de clearingorganisatie kan lopen verre van virtueel. Volgens Millo et. al. (2005) onderscheidt de clearing van derivaten zoals opties zich ook in dit opzicht van de effectenclearing, dat ze rekening moet houden met de marktrisico’s (zie het citaat uit het interview met G. Okkema in de vorige paragraaf). Doordat de marktpartijen allen aangesloten dienen te zijn bij de clearingorganisatie, krijgt deze uiteindelijk te maken met de risico’s die de handelaars lopen. Hierdoor wordt de loskoppeling van het marktproces (dat met de aparte effectenclearing bereikt werd) weer losgelaten. Het in kaart brengen, kwantificeren en lokaliseren van dit risico in de keten van belegger tot clearingorganisatie is een proces waarbij ervaring, veronderstellingen en ook marketingoverwegingen een rol spelen, zoals reeds bleek uit het genoemde citaat van Okkema.

Hij verwijst in dat citaat naar het zogenaamde Black en Scholes model, dat door velen beschouwd wordt als één van de meest opmerkelijke prestaties van de financieel-economische wetenschap. De bedenkers ontvangen voor hun werk in 1997 dan ook de Nobelprijs in de economie. De start van de optiemarkt in Chicago vindt namelijk plaats in hetzelfde jaar als de publicatie (na een eerdere afwijzing) van een artikel in de *Journal of Political Economy* van twee economen, Fischer Black en Myron Scholes (Black en Scholes 1973). Het artikel zou, samen met een praktisch tegelijkertijd verschenen artikel van Robert C. Merton (Merton 1973), een grote impact hebben op financiële markten. Het waarderingsmodel voor Europese call-opties, dat in het artikel afgeleid wordt uit een aantal strikte veronderstellingen, vormde de aanzet voor een veranderde denkwijze over de waardering van opties en andere (financiële) claims. De invloed van het model op de optiehandel wordt mooi

---

<sup>198</sup> Beide citaten uit de toelichting bij de brief gericht aan de Council van de Stock Exchange van 5 december 1977. Benadrukking in het origineel. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>199</sup> Toelichting bij de brief gericht aan de Council van de Stock Exchange van 5 december 1977. Benadrukking in het origineel. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

verwoord in de titel van Donald Mackenzie's boek: *An Engine, not a Camera* (MacKenzie 2006), en is een casus in het *performativity*-model dat MacKenzie baseert op het concept ontwikkeld door de socioloog Barry Barnes. De Black en Scholes formule geeft mede vorm aan de markt die zij in eerste instantie tracht te beschrijven, en de marktpartijen gaan hun prijsvorming baseren op de prijzen zoals die door het model gegenereerd worden. Hierdoor wordt de werkelijkheid (als weergegeven door de optieprijsen die op de markt tot stand komen) meer zoals het model.

Het Black-Scholes-Merton model leidt de prijs voor een Europese optie af uit een aantal prijsbepalende factoren.<sup>200</sup> Dit zijn de koers van de onderliggende waarde (het aandeel), de uitoefenprijs van de optie, de resterende looptijd van de optie, de (risicovrije) rentevoet geldend voor de resterende looptijd, en de volatiliteit van de koers van het aandeel waarop de optie betrekking heeft. Al deze parameters zijn (met uitzondering van de volatiliteit, die betrekking heeft op de te verwachten toekomstige 'beweeglijkheid' van de aandelenkoers) direct waarneembaar, waardoor de optieprijs relatief eenvoudig te berekenen is. De snelheid waarmee het model doordringt tot de handelsvloeren van de optiebeurzen is fenomenaal; al vlak na de start van de handel op de CBOE wordt het door enkele handelaren gebruikt (MacKenzie 2005: 11-12). MacKenzie laat zien hoe de optieprijsen die tot stand kwamen op de CBOE in de periode tot 1987 steeds meer gingen lijken op de prijzen gegenereerd door het Black en Scholes model, ondanks het feit dat er ook concurrerende modellen bekend waren. Het succes van juist het Black en Scholes model werd volgens hem mede veroorzaakt door de intuïtieve aantrekkingskracht van het model, de transparantie ervan, de status als wetenschappelijk model en de manier waarop vooral Fischer Black de theoretische optieprijsen ter beschikking stelde van abonnees van zijn 'sheets' met daarop de theoretische prijzen voor de meest gangbare optieseries. Het steeds meer gelijklopen van de voorspellingen van het model en de werkelijkheid is een illustratie van de *strong performativity* van een economische theorie (in casu het Black en Scholes model): het model wordt niet alleen in praktische toepassing gebruikt door marktactoren, het heeft ook een vormend effect op de praktijk.

Uit de behandeling van de probleemstellingen die het onderwerp waren van hoofdstuk 2 bleek al, dat bij de constitutie van de optiebeurs in Nederland gebruik kon worden gemaakt van nieuwe inzichten over efficiënte markten en de rol van speculatie (als duidelijk verschillend van gokken). Deze inzichten uit de financieel-economische theorie zouden in die zin *performative* genoemd kunnen worden. Hoewel het aannemelijk is dat deze theorieën daarmee impliciet of expliciet een belangrijke rol hebben gespeeld bij de legitimatie van een optiebeurs, heb ik geprobeerd om aan te tonen dat de directe aanleiding voor de plannen voor een optiebeurs eerder samenhangen met de verhoudingen in het financiële veld in Nederland, en de wijze waarop binnen dit veld gereageerd werd op

---

<sup>200</sup> 'Black-Scholes-Merton' is feitelijk de correcte manier om het model weer te geven. Het paper waar echter meestal naar verwezen wordt, is Black en Scholes (1973). In het spraakgebruik gaat het meestal ook over 'Black en Scholes', en deze aanduiding zal dan ook verder gehanteerd worden. Robert C. Merton is overigens de zoon van de bekende socioloog Robert K. Merton, die zich later nog wel eens wilde introduceren als "*Robert Merton, father of the economist.*"

ontwikkelingen daarbuiten. In het specifieke geval van het Black en Scholes model kunnen de *performativity*-kanalen nog wat duidelijker vastgelegd worden. Deze kunnen in verband gebracht worden met de ontwikkeling van de optiemarkt (naar binnen toe), en niet met de totstandkoming van de optiebeurs (naar buiten toe). Zowel in Chicago als in Amsterdam waren de beurzen al operationeel voordat de invloed van het model merkbaar werd. In het geval van de CBOE zijn er daarbij al in een vroeg stadium duidelijke aanwijzingen met betrekking tot de *performativity*-aspecten van het Black en Scholes model. In het geval van de EOE is dit veel minder duidelijk. Hoewel bestuurslid Henkelman in een notitie van december 1977 melding maakt van het gebruik van het model door de handelaren in Chicago, was er volgens de geïnterviewde mensen die betrokken waren bij de start van de handel op de beursvloer in het begin bij de meesten nog geen sprake van het gebruik van Black en Scholes bij het bepalen van de ‘juiste’ prijs van de opties. Dreesens vertelt bijvoorbeeld over het begin (interview met J. Dreesens):

“[M]odellen, [zoals] Black en Scholes, hadden we nog niet. Er waren wel wat formules, een professor in Leiden ontwikkelde een programma, en we hadden warrantformules vanuit Engeland en van een Nederlander bij Mees & Hope. De oude wetten van de premiehandel klopten ook aardig. Maar premies zetten we enigszins op gevoel, [zaken zoals] volatility, etc., [dat] ging op gevoel.”

Doornbos vertelt (interview met U. Doornbos):

“Bij de portier werden een aantal dozen afgeleverd voor de NMB. (..) Die werden midden op de vloer gezet, handelaren kwamen er omheen staan. (..) Chef van de NMB erbij. Toen haalden ze daar een computer uit. Wat zit daar in? “Black en Scholes zit daar in.” “Nou” zeiden die handelaren (..), [die] geen idee hadden wat Black en Scholes was, “dat dat ding black is kan ik wel zien, maar waar is Scholes nu?” Ze hadden geen idee waar ze het over hadden. Maar toen dat eerste model kwam, toen werd het wat scherper allemaal. Er zijn toen een aantal handelaren verschrikkelijk op hun tik gegaan. (..) Die posities werden toen zo groot (..). Er kwam toen ook een ander type handelaar. Jongens zoals Optiver en IMC, dat waren mensen die waren afgestudeerd, en die hadden in hun studie inmiddels van opties gehoord.”

De Amerikaanse huizen zoals First Options of Amsterdam (FOA) maken wel al vanaf het begin gebruik van de waarderingsformule (Schwarz en Scholten 1978), maar uit bovenstaande citaten wordt wel duidelijk, dat dit lang niet voor alle marktpartijen gold. Toch wil dit niet zeggen, dat de prijzen, die op de EOE tot stand kwamen, niet konden tenderen naar de Black en Scholes waarden. MacKenzie (2007b) geeft aan, dat er ook handelaren op de CBOE waren die nog nooit van het model gehoord hadden. Hij onderscheidt echter twee mechanismen, waardoor het model toch ook handelaren kan beïnvloeden die het model niet kennen of niet willen accepteren. Het eerste mechanisme is concurrentie. Wanneer het model bijvoorbeeld zou aangeven, dat opties overgewaardeerd zouden zijn, zullen de gebruikers van het model veel opties schrijven. Hierdoor zullen de prijzen ook daadwerkelijk omlaag gaan richting de door het model aangegeven waarden. Het tweede mechanisme loopt via het risico-management van de clearingleden. Wanneer de positie van een handelaar door middel van het Black en Scholes model beoordeeld wordt, zal het model ook via dit kanaal invloed uitoefenen op de

handelaar. Of, en zo ja, in hoeverre, de prijzen die op de EOE in de beginjaren tot stand kwamen overeenkwamen met de theoretische waarden van het Black en Scholes model vereist nader onderzoek dat buiten het bestek van deze scriptie valt. Vast staat, dat het model (zeker in een later stadium) door zowel handelaren op de vloer (vooral market makers) als (leden van) de clearingorganisatie gebruikt werd, en de terminologie van het model zijn intrede deed in de manier waarop over risico's gesproken werd. De clearingorganisatie voert het nieuwe systeem van risicomangement, waar G. Okkema over sprak, in 1982 in. Een notitie over de berekening van margins met behulp van het Black en Scholes model vermeldt, dat "Hoewel deze premies theoretisch zijn (...) hebben vergelijkingen van theorie met praktijk de bruikbaarheid van de computer aangetoond."<sup>201</sup>

Kennis van het model maakte het namelijk mogelijk om de andere, meer intuïtieve benaderingen te vervangen door getallen. Het meest bekende getal is de zogenaamde delta-waarde, die aangeeft hoeveel de prijs van een optie verandert als gevolg van een niet al te grote verandering in de prijs van de onderliggende waarde. Een delta-waarde van 0 betekent volgens het model, dat een handelaar in principe geen risico loopt over deze positie. De delta-waardes kunnen zo gebruikt worden als instrument om de risico-neutraliteit van een positie te bewerkstelligen. Een delta-waarde van 96 geeft bijvoorbeeld aan, dat een handelaar die een call-optie verkocht heeft, 96 aandelen zou moeten kopen om de positie te hedgen (MacKenzie 2007b: 63). Het gebruik van het model zorgt er op deze manier voor, dat opties minder direct aan de onderliggende waarde gekoppeld zijn. Vooral het inzicht, dat bijvoorbeeld afdekking van een optiepositie niet automatisch betekende, dat positie moest worden genomen in de gehele hoeveelheid van 100 aandelen (voor Nederlandse series), was in dit opzicht relevant. Een ander veel gebruikte variabele is de zogenaamde gamma-waarde, die aangeeft hoeveel delta verandert als gevolg van een prijsverandering van de onderliggende waarde. Met deze beide waarden is het in principe mogelijk om een risiconeutrale positie te creëren. De formule vond zo zijn ingang op de beursvloer door middel van de handelaren die de vloer bevolkten. Vooral de persoon van de market maker, die haar positie voortdurend in de gaten moet houden om haar risico te beperken, is in dit opzicht relevant. J. van Schoonhoven geeft aan wat daar bij kwam kijken (interview met J. van Schoonhoven):

"Wat wij in eerste instantie hadden, waren die theoretische lijsten waarop je positie stond, waarop de beweging stond van je koersen: bij die koers zijn dát de theoretische waarden, bij die *volatility*, bij die rentestand, (...) Wat gebeurt er als de beurs omhoog gaat met je positie, nemen je delta's toe of af, neemt je gamma toe of af, en waar zit dat. Dat zijn allemaal analyses die voor een klein stukje op papier stonden, maar die je 's avonds, nadat je de handel had afgesloten, mee naar huis nam, en dacht van, als we zo ver gaan stijgen verdien ik nog wel wat, maar daarna ga ik op mijn positie weer verliezen."

---

<sup>201</sup> Notitie van Kooij (compliance) aan de leden van het Clearing Committee van 4 juni 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

Door het voortdurend berekenen van de hedge ratio's van de positie die door het model gegeven werden (delta en gamma), ontstond zelfs een *performativity*-kanaal naar de introductie van nieuwe optieklassen. Door de ontwikkeling van de technologie van het clearingsysteem werden opties denkbaar op onderliggende waarden, die niet per definitie aandelen hoefden te zijn. Een heel nieuw gebied aan variabelen kwam beschikbaar om opties op uit te geven, zolang deze maar in het clearingsysteem ingepast konden worden. Of deze nieuwe opties ook levensvatbaar waren, hing in eerste instantie af van de market makers, in hun rol van liquiditeitsproducenten. Alleen wanneer zij aangaven, dat in de nieuw voorgestelde optie 'een markt te maken' was, kon een dergelijke onderliggende waarde als mogelijkheid overwogen worden. Okkema licht dit toe (interview met G. Okkema):

“Je kon je ook niet permitteren om met een produkt te komen waarvan de market makers zeiden van “dat is goed hoor, maar wij maken geen markt.” Dan is het toch tot mislukken gedoemd. Als ze dat niet zouden doen, dan wist je dat je in ieder geval fout zat (...). [Ik heb wel eens gezegd: een handelaar is een handelaar, en of die nou op het Waterlooplein staat of hij staat op de Albert Cuyp, of hij staat op de optiebeurs, dat maakt niet uit. [Als] een handelaar (...) marge ziet dan gaat hij aan de slag. Dus als zij zeiden “we maken geen markt”, dan was er kennelijk een voor hen te groot risico.”

Daarbij ging het dus niet alleen om de verwachte belangstelling van beleggers, maar vooral ook om de mogelijkheden van risico-afdekking, die weer gekwantificeerd werden door het risicomodel (in casu Black en Scholes). Hoewel over het samenvallen van de optieprijsen en de theoretische modelwaarden hier (vanwege het ontbreken van een gedetailleerde analyse) geen uitspraak kan worden gedaan, is een ander aspect van het gebruik van Black en Scholes en andere kwantitatieve technieken op de beursvloer wel onmiddellijk zichtbaar. De optiehandel gaat zich steeds meer kenmerken door een mathematisering van de handelsvaardigheden. De door Schwarz en Scholten (1978) al genoemde kenmerken van een goede market maker –zoals goede rekenvaardigheden en het nalaten van aandelenanalyses– worden in de loop van de tijd steeds belangrijker en uitgebreider. J. van Schoonhoven geeft dit aan wanneer hij vertelt (interview met J. van Schoonhoven):

“Toen ik bij de ING kwam, was dat market maker traject natuurlijk al wat langer. Er was al, zonder dat denigrerend te bedoelen, meer kennis in de markt. In het begin, was dat niet zo delta-gedreven, of gamma-gedreven. Misschien delta-gedreven nog wel, maar gamma en theta en dat soort gein, het werd wel steeds technischer in [die] zin. Ik heb niet het idee dat market makers in het begin de bewegingen van de delta bijhielden. En in de gaten hadden, of rekening hielden met, wat de rente ging doen. Natuurlijk wel een beetje, maar niet zoals later in schema's en zo.”<sup>202</sup>

De kwantificering van de optiehandel en de risicobeoordeling (door handelaren en clearingleden) heeft ook tot gevolg, dat men de risico's van de optiehandel gaat conceptualiseren door marktrisico's, dus

---

<sup>202</sup> De theta-waarde van een optie is de verandering van de waarde van de optie als gevolg van het verstrijken van de tijd. Iedere dag, dat een optie dichterbij de afloopdatum komt, verliest ze (als alle andere variabelen gelijk blijven) normaal gesproken aan waarde.

binnen de grenzen van het beurssysteem. De partijen, die in het vorige hoofdstuk ter sprake kwamen (zoals de VvdE en de CTO) blijken juist meer te kijken naar de risico's die uitgaan van de optiebeurs zelf, met name voor zover ze gevolgen hebben voor de effectenhandel. Op een gegeven moment gaan mensen, die intern betrokken zijn bij de EOE een andere opvatting van risico hanteren, dan mensen die als externe actoren met de optiebeurs te maken hebben. Dit verschil komt in het volgende hoofdstuk aan het licht bij de behandeling van de discussie rond de zogenaamde positielimieten.

## 6. Conclusie

In dit hoofdstuk is bekeken hoe de institutionalisering van de optiebeurs van 'binnenuit' heeft plaatsgevonden. De eerste probleemstelling, die in dit kader beantwoord moest worden, is welke overwegingen een rol hebben gespeeld bij het ontwerp van de markt. Hierbij bleek, dat de actoren aanvankelijk aansluiting zochten bij de technische infrastructuur van de effectenhandel. Op dit fundament zou een handelssysteem kunnen functioneren, dat in grote lijnen overgenomen werd van de CBOE. De voornaamste reden hiervoor was, dat het een beproefd model was dat ook door de toezichthouder gunstig beoordeeld werd. Verder speelde vooral de te verwachten hoge mate aan liquiditeit een grote rol. Het garanderen van een liquide markt, waarin beleggers in ieder geval een redelijke mate van zekerheid hadden dat een order ook uitgevoerd kon worden, is ook later nog de belangrijkste overweging. Wanneer bijvoorbeeld blijkt, dat er een chronisch tekort aan market makers is, zet men weliswaar in op het aantrekken van meer mensen die deze rol kunnen vervullen, maar kiest men tegelijkertijd ook regelmatig voor pragmatische oplossingen. De leidraad daarbij was altijd het vertrouwen dat beleggers moesten kunnen stellen in de beurs. De doelstelling van een competitief market maker systeem als middel om opties te waarderen, werd daarom vaak ondergeschikt gemaakt aan de doelstelling van het aanbieden van liquiditeit aan beleggers.

De structuren, processen en procedures die de markt binnen het beurssysteem vormgeven worden door de actoren gemaakt, maar geven ook weer richting aan de manier waarop over opties gedacht wordt. De manier waarop de clearingtechnologie vorm werd gegeven en vervolgens ingezet werd, heeft bijvoorbeeld de mogelijkheden voor de uitbreiding van optieklassen vergroot. Ook de manier waarop risico geconceptualiseerd wordt binnen de markt heeft gevolgen voor de verdere ontwikkeling van de EOE als externe markt. Een formule zoals gegeven door het Black en Scholes model maakt het mogelijk om risico's terug te brengen tot een aantal variabelen, die als relatief onproblematische 'marktgegevens' ingevoerd kunnen worden. Dit wordt vooral mogelijk gemaakt door het beurssysteem. Hoewel misschien niet strikt noodzakelijk, is het bestaan van een beurs wel een factor die de *performativity* (in sterke zin) van een economische theorie zoals het Black en Scholes model aanzienlijk vergemakkelijkt. Dit komt niet alleen door de standaardisatie in looptijd en uitoefenprijzen die een beurs biedt, maar ook door het wegnemen van het risico dat de tegenpartij niet kan voldoen aan haar verplichtingen (door middel van de clearingtechnologie). Het effectief ontbreken van dit risico in de beursgerelateerde optiehandel maakt de marktwerkelijkheid beter vormbaar naar het

model. Daarnaast kunnen de andere variabelen als ‘gegeven’ waarden, die niet beïnvloedbaar zijn, van buiten de markt geïmporteerd worden. Dit betreft bijvoorbeeld de rentestand en de volatiliteit van de onderliggende waarde. Op een dergelijke manier worden risico en prijzen teruggebracht tot de condities die binnen het beurssysteem gelden. De reducering van de relevante variabelen tot marktvariabelen maakt het mogelijk om de gevolgen van de optiehandel *an sich* niet alleen uit te schakelen bij de waardering van opties, maar ook bij de ontwikkeling van het cognitieve kader van waaruit de actoren werken. Deze tendens is ook in het geval van de EOE waarneembaar. Dit geldt niet alleen voor de handelaren, maar ook voor de beursmedewerkers. De werking van de markt geeft de beurs op deze wijze een impuls in de richting van een status als *self-referential system* waarover in de inleiding werd gerept. Dit leidt er ook toe, dat de processen op de optiemarkt voor buitenstaanders vaak moeilijk te overzien zijn. De gevolgen hiervan komen in het volgende hoofdstuk aan bod. Studies van financiële markten, die vanuit een SSF-perspectief gedaan worden missen vaak de plaatsbepaling, zoals die hierboven geschetst is. Ze kijken naar de praktijken en routines op de markt zelf zonder het ontstaan van de markt (als beurs) te verklaren vanuit het krachtenveld van de partijen binnen het financiële systeem, en de gevolgen van de institutionalisering van dergelijke *scripts* voor deze extern gerichte relaties. Zo zal bijvoorbeeld blijken, dat men daar veelal andere opvattingen hanteert over het risico en functioneren van de optiebeurs.

## Opties en veldeffecten

---

### 1. Inleiding

In dit hoofdstuk zal bekeken worden hoe de inmiddels operationele EOE haar aanwezigheid kenbaar maakt in het financiële veld, en hoe andere partijen de invloed die hier van uitgaat in hun eigen institutionele kaders plaatsen. De aandacht zal hierbij vooral liggen bij de gevolgen van de EOE voor een aantal partijen die al eerder aan bod kwamen: de VvdE en de Amsterdamse Effectenbeurs, de overheid, buitenlandse beurzen en beleggers. De constructie van de EOE als een externe markt vindt plaats door de interactie met vooral deze groepen. Daarbij zal ik proberen aan te tonen, dat er verschillende ‘brandpunten’ zijn waar omtrent deze interactie plaatsvindt. Deze centrale punten worden volgens mij gevormd door de nieuwe optieklassen die aan het einde van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig door de EOE geïntroduceerd worden. Mede door de in het vorige hoofdstuk beschreven ontwikkeling van de EOE als interne markt is er een instrumentarium beschikbaar om nieuwe optieproducten te ontwikkelen, die elk op hun beurt een nieuwe component toevoegen aan de EOE als een institutie. Deze innovaties worden in paragraaf 3 besproken. In paragraaf 4 volgt een bespreking van de wijze waarop de interactie tussen optiebeurs en de effectenbeurs verliep, en welke gevolgen dit heeft gehad voor vooral de effectenbeurs. De laatste paragraaf sluit af met een korte conclusie. Allereerst zal echter in paragraaf 2 de situatie vlak na de start van de georganiseerde optiehandel in Nederland kort bekeken worden, en ook de verhouding tussen VvdE en EOE aan bod komen.

### 2. De *Young fighting entity* en de *Long existing community*

#### 2.1 “Vooral niet te hard lopen”

Op 4 april 1978 kan de nieuwe Minister van Financiën Frans Andriessen zijn openingstoespraak houden in de Beurs van Berlage. Ondanks alle moeilijkheden, die ook vlak voor de start nog opduiken, is de groep van optiepijoniers er op wonderbaarlijke wijze in geslaagd om het tijdschema vrijwel perfect te volgen en alle voorbereidingen uit te voeren. Daarbij werd keer op keer de geloofwaardigheid van de nieuwe beurs benadrukt: uitstel zou een verkeerd signaal afgeven. De Minister wees vooral op de strakke reglementering van de handel en de intensieve controle op de naleving van de regels. Een advies voor de beginfase had hij ook nog: “Vooral niet te hard lopen.”<sup>203</sup> Ook al hadden de beurspartijen hard willen lopen, de condities aan de startstreep waren niet bepaald optimaal voor een vliegende start. Zo werd er gehandeld in slechts negen (aandelen)optieklassen: ICI, General Electric (GEC), British Petroleum (BP), Royal Dutch (RD, Koninklijke Olie), Philips,

---

<sup>203</sup> Toespraak van Andriessen bij de opening van de EOE, 4 april 1978; *Financieele Dagblad* van 5 april 1978.



Unilever, General Motors (GM), IBM en Eastman Kodak (EK). Bovendien betrof dit in eerste instantie alleen call-opties. Slechts 134 zetels waren verkocht, en van de aanvankelijk grote aantallen aangemelde *market makers* waren er nog maar 12 over: vijf uit de Verenigde Staten, zes uit Nederland en één uit het Verenigd Koninkrijk. *De Volkskrant* heeft bovendien nog wel wat aan te merken op de voorlichtingscampagne: "In alle haast om de beurs zo snel mogelijk open te krijgen, is het voorlichtingswerk stiefmoederlijk behandeld"<sup>204</sup> Ook de gebrekkige koersinformatie voor beleggers is een voorbeeld van de moeizame start. Alleen dagblad *De Telegraaf* publiceert vanaf het begin dagelijks de optiekoersen.

De eerste meters vanuit de startblokken zijn dan ook niet overweldigend. Het beoogde handelsvolume van 7.000 contracten per dag (dat al niet op al te overdreven verwachtingen gebaseerd was) wordt bij lange na niet gehaald. Bovendien wordt in de eerste maanden 75% van de omzet gegenereerd door de beursleden zelf ("uit loyaliteit voor de beurs").<sup>205</sup> Het terugverdienen van de opstartkosten wordt duidelijk een zaak van de lange adem. Het slechte beursklimaat helpt daarbij niet mee. Zoals al vermeld in de inleiding van hoofdstuk 2 zou er tot 1982 sprake zijn van een beroerde tijd om te beleggen. Allengs worden er nieuwe optieklassen geïntroduceerd om de omzetten een impuls te geven. Een overzicht van de verschillende nieuwe optieklassen die in het eerste jaar geïntroduceerd werden, is te vinden in tabel 4.1.

Introductiedatum (1978)	Fondsen
4 april	ICI, General Electric (GEC), British Petroleum (BP), Royal Dutch (RD, Koninklijke Olie), Philips, Unilever, General Motors (GM), IBM en Eastman Kodak (EK)
2 mei	ABN, AMRO (ARB), Nationale Nederlanden (NN)
22 mei	AT&T (T), Citicorp (FNC), Exxon (XOX), KLM
26 juni	AKZO (AKZ), Boeing (BA), Occidental Petroleum (OXY), Sears (S)
3 juli	Hoogovens (HO), Polaroid (PHI), Xerox (XRX)
14 december	Peugeot-Citroën (PSA), St. Gobain-Pont-à-Mousson (GOB), Thomson (CSF)

Tabel 4.1 Namen van nieuw geïntroduceerde optieklassen op de EOE met tijdstip van introductie (1978). Bron: EOE, jaarverslag 1978.

<sup>204</sup> *Volkskrant* van 4 april 1978, fotocopie in NA, DNB, inv. nr. 11.978. Deze mening wordt door andere dagbladen gedeeld, getuige het redactionele commentaar in het *Financieele Dagblad* van 1 april 1978 en een artikel in *De Telegraaf* van 29 april 1978 (aangetroffen in Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A).

<sup>205</sup> Memo van Scholten en Jenkins aan het EOE-bestuur van 25 augustus 1978. Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

Op 1 maart 1979 volgt de (vanaf de start al voorziene) introductie van een nieuw optie-instrument: de put-optie. Waar een call-optie het recht verschaft om aandelen op termijn te kopen, verleent een put-optie de houder het recht om gedurende een bepaalde periode een vastgesteld aantal aandelen te verkopen. Op de CBOE kan op dat moment al ongeveer drie jaar in puts belegd worden.<sup>206</sup> De introductie van de eerste puts op Akzo, KLM, Philips en Royal Dutch/Koninklijke Olie verschaft een welkome impuls aan de handelsvolumes, maar van een doorslaand succes is nog geen sprake. Het totaal aantal verhandelde contracten in 1979 bedraagt 476.593, waarvan er 391.684 calls zijn en 84.909 puts. Dit betekent een gemiddelde per handelsdag van 1.900 contracten, ver beneden het eerder vastgestelde Break-even Point van ongeveer 6.000 contracten per dag. Tabel 4.2 geeft een overzicht van de aantallen verhandelde contracten in de periode 1978-1987.

Jaar	Aantal contracten
1978	187.456
1979	476.593
1980	709.893
1981	1.043.581
1982	1.503.252
1983	3.501.626
1984	5.081.752
1985	7.009.907
1986	9.783.219
1987	10.933.706

Tabel 4.2 Aantallen verhandelde contracten per jaar op de EOE, 1978-1987. Bron: EOE, diverse jaarverslagen.

Tabel 4.2 geeft aan, hoe gering de handelsomzetten in het begin waren in vergelijking met de volumes in latere jaren. De boekjaren 1978 tot en met 1980 worden dan ook allen met verlies afgesloten. Pas in 1981 wordt de eerste (bescheiden) winst geboekt van Hfl. 25.705,-. De moeizame start geeft al snel aanleiding voor enig gemor onder de leden. Nog geen maand na de eerste handelsdag verschijnen al de eerste negatieve berichten in de pers over tegenvallende omzetten en interne spanningen.<sup>207</sup> Wanneer Michael Jenkins stopt als directeur van de EOCC worden op diverse plaatsen al de necrologieën over de EOE geschreven.<sup>208</sup> Bovendien geraakt één van de meest prominente leden van de EOE, het market makersbedrijf en clearinglid First Options of Amsterdam (FOA), in ernstige problemen. Het bedrijf stopt uiteindelijk met de werkzaamheden, en ook dit voorval wordt in de pers aangegrepen om het

<sup>206</sup> Deze werden in juni 1976 geïntroduceerd.

<sup>207</sup> 'Europese Optiebeurs nog geen Goudmijn' (*De Telegraaf* van 29 april 1978); 'Optiebeus Kwakkelt' (*De Volkskrant* van 13 mei 1978).

<sup>208</sup> De *Economist* (1979) schrijft onder de titel *Best option: Get Out: "The exodus continues from Amsterdam's sickly EOE."*

voortbestaan van de EOE in twijfel te trekken.<sup>209</sup> Diverse Amerikaanse handelaren hebben bovendien eerder al niet de intentie om geduldig te wachten op betere tijden. Na naar Amsterdam gekomen te zijn met als doel te profiteren van hun ervaring met de handel in de nieuwe instrumenten, komen ze er al gauw achter dat de geringe handelsvolumes en de beperkte aantallen optieklassen geen vruchtbare bodem voor aantrekkelijke winsten vormen. Amerikaanse handelaren verruilen daarom de Amsterdamse vloer al voor Londen of keren terug naar de VS, terwijl een aantal andere buitenlandse leden van de EOE onder aanvoering van Dwight Koop vragen om meer aandelenopties en de introductie van valuta-opties. Het antwoord van Westerterp geeft aan hoezeer het bestuur van de optiebeurs haar eigen positie nog plaatst in het raamwerk van de aandelenhandel: “Wij zijn een beurs voor aandelenopties, niet voor vreemde valuta.”<sup>210</sup> Toch begint de definitie van de EOE als een ‘aandelenoptiebeurs’ langzaam open te staan voor een nieuwe interpretatie. De voorlichtings- en marketingcampagne wordt opnieuw bekeken, en vooruitlopend op de voorlichtingsavonden in den lande wordt toch besloten om de EOE direct te promoten door middel van advertenties. Maar men beseft dat er wellicht meer nodig is om interesse te wekken in de beurs, en zo komt ook al snel uitbreiding van het aantal produkten ter sprake. Al deze plannen (die in paragraaf 3 besproken zullen worden) kosten echter geld. En dat geld moet vooral van de VvdE komen.

## 2.2 Ouders en dochter

In de voorbereidingsfase werd steeds de nadruk gelegd op het feit, dat de optiebeurs los zou komen te staan van de effectenbeurs. Hoewel het bestuur van de optiebeurs inderdaad volledig zelfstandig functioneert, blijft de lijn naar de effectenbeurs kort. Elke maand gaan Westerterp en Brouwer bijvoorbeeld op bezoek bij voorzitter Korthals Altes om verslag uit te brengen over de gang van zaken, en dan vooral over de aflossing op de verstrekte lening. Ieder kwartaal worden er kosten/baten-overzichten naar het bestuur van de Vereniging gestuurd, dat zich in steeds kritischer wordende bewoordingen uitlaat over de getallen die hierin gepresenteerd worden. Een korte uiteenzetting over de financiële link tussen de effectenbeurs en de EOE kan in dit opzicht wellicht verhelderend werken. De VvdE heeft eind jaren zeventig twee grote projecten lopen: de omschakeling naar giraal effectenverkeer en de optiebeurs. Beide projecten kunnen gezien worden als een reactie op de afnemende rentabiliteit van het effectenbedrijf, het eerstgenoemde defensief (de kostenbesparing van het giraal effectueren van de aandelenhandel) en het tweede offensief (het openen van nieuwe handelsmogelijkheden). Maar terwijl de omschakeling naar het giraal beheren van effecten relatief goed verloopt (en wordt ondergebracht bij het Necigef, het Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer), worden de bedragen die gemoeid zijn met de optiebeurs steeds groter. In 1977 heeft de Amsterdamse Effectenbeurs al een vordering van bijna 9 miljoen Gulden op de nog niet gestarte

---

<sup>209</sup> *De Telegraaf* van 17 mei 1979 spreekt over het “EOE-fiasco”. Het stoppen van FOA zou “een bom onder de EOE” leggen. Een diagnose wordt ook gesteld: “De grootste fout was om een oud-Minister van Verkeer en Waterstaat tot directeur [te benoemen].”

<sup>210</sup> Westerterp in *De Volkskrant* van 13 mei 1978.

optiebeurs, terwijl dit in 1976 nog maar 4 miljoen was voor de optiebeurs en Necigef samen. Een overzicht van de ontwikkeling van de financiële levenslijn van de effectenbeurs naar de optiebeurs is te vinden in tabel 4.3.

Jaar	Uitstaande vordering op lange termijn (Guldens x 1.000)
1976	4.258 <sup>†</sup>
1977	8.750
1978	11.300*
1979	11.237 <sup>^</sup>
1980	11.237 <sup>¶</sup>
1981	11.237
1982	11.212 <sup>‡</sup>

Tabel 4.3 De ontwikkeling van de vordering van de VvdE op de EOE, 1976-1982. Bron: Amsterdamse Effectenbeurs, diverse jaarverslagen.

Uitleg bij de tabel:

<sup>†</sup> post 'projecten', voor EOE en Necigef samen.

\* van het totaal bedrag van Hfl. 16.865.000,- werd Hfl. 5.565.000,- overgenomen door de VvdE. Van het restant van Hfl. 11.300.000,- werd Hfl. 6.300.000,- omgezet in een 4% achtergestelde lening aan de Vereniging EOE. Voor de post 'projectkosten' resteerde derhalve Hfl. 5.000.000,-

<sup>^</sup> in 1979 werd Hfl. 63.000,- afgelost. Dit geld kwam uit de zetelverkoop van de EOE.

<sup>¶</sup> in 1980 worden de posten 'projectkosten EOE' en de 4% achtergestelde lening omgezet in een voorwaardelijke vordering van Hfl. 11.237.000,-.

<sup>‡</sup> in 1982 werd Hfl. 25.000,- als aflossing ontvangen. De resterende Hfl. 11.212.000,- werd omgezet in een voorziening bijzondere doeleinden "ten behoeve van de effectenhandel in de ruimste zin".

Bron: Amsterdamse Effectenbeurs, diverse jaarverslagen.

Westerterp en Brouwer moeten bovendien in het begin nog vaak "met de pet in de hand" (interview met U. Doornbos) naar Korthals Altes om te vragen voor extra financiële middelen. De EOE maakt nog lang geen winst, maar de kosten gaan gewoon door. Korthals Altes blijft de optiebeurs echter steunen, vaak tegen de weerstand van zijn eigen bestuur in.<sup>211</sup>

De voorzitter van de VvdE zit daardoor vaak in een moeilijke positie. De band tussen de VvdE en de EOE werd door hem niet uitsluitend schertsend weergegeven toen hij aangaf, dat de bestuursleden van de Amsterdamse effectenbeurs gedurende de ontwikkelingsfase als "meelevende, en zo nu en dan wat bezorgde ouders" de verrichtingen van de jonge dochter gadesloegen.<sup>212</sup> Enig paternalisme was de

<sup>211</sup> Binnen een gedeelte van het bestuur van de VvdE lijkt er op een bepaald moment een convergentie te ontstaan op 1980 als jaar waarin de exploitatie sluitend zou moeten zijn, anders zou een heroverweging van de steun aan de optiebeurs noodzakelijk worden. Korthals Altes verwoordde expliciet zijn standpunt om de optiebeurs ook na een tekort in 1980 open houden, zij het op een kleinere operationele schaal. Bestuursvergaderingen van de VvdE van 5 april 1979 en 3 mei 1979. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C.

<sup>212</sup> Toespraak van Korthals Altes bij de opening van de EOE, 4 april 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A.

Vereniging ook later nog niet vreemd in haar relatie met de EOE, en enige bestuursleden van de VvdE wilden hier ook concreet invulling aan geven. Meerdere malen werd er vanuit die hoek gewezen op het belang van het “richting geven” aan het bestuur van de EOE.<sup>213</sup> Korthals Altes weet deze pogingen tot inmenging altijd af te weren door de zelfstandigheid van de EOE te benadrukken. Vanuit de EOE-kringen werd tegelijkertijd ook steeds meer nadruk gelegd op de eigen identiteit. Het afzetten tegen de hiërarchische structuur van de VvdE en de effectenbeurs wordt al snel een onderdeel van de ‘bedrijfscultuur’ van de optiebeurs. Het open karakter van de EOE en de bedrijfsmatige aanpak wordt dan ook geloofd door veel interviewpartners, die direct verbonden waren aan de optiebeurs. De EOE opereerde vanuit een ander model dan de VvdE. Hoewel in naam een vereniging, hield het bestuur van de EOE zich relatief afzijdig van de dagelijkse gang van zaken, die werd overgelaten aan de directie. Westerterp vertelt hierover (interview met T. Westerterp):

“De taakverdeling was me in het begin ook niet helemaal duidelijk. Toen zei [bestuurslid] Van der Slikke tegen me: “[de EOE] is een Vereniging, maar dat is vooral om belastingtechnische redenen. Zie [het bestuur] maar als een Raad van Commissarissen in een vennootschap.” De directie had zo de uitvoerende taken in haar pakket.”

De bestuursleden van de VvdE krijgen daarentegen geen vat op de interne taakverdeling binnen de EOE. Men is van mening dat het bestuur niet daadwerkelijk bestuurt, en doet de suggestie (in briefvorm) van de hand gaan om de EOE meer te vormen naar het model van de VvdE door middel van het installeren van een Commissie van Gedelegeerden.<sup>214</sup> Het EOE bestuur reageert vrij fel op de “vriendelijke suggestie”, en Korthals Altes moet weer als mediator optreden. Hij zegt te snappen dat voor de EOE geldt dat “*a young fighting entity needs another approach than a long existing community.*”<sup>215</sup>

Het dominante thema in de bestuurskamer van de VvdE wanneer het in de beginfase over de optiebeurs ging, was echter de kostenbeheersing (of het ontbreken daarvan). De door De Marez Oyens aangehaalde tweedeling (zie hoofdstuk 2) tussen hen die de optiebeurs steunden en degenen, die vonden dat het teveel geld kostte, wordt in diverse discussies zichtbaar. Brouwer en Westerterp verantwoordden de hoge kosten vooral door ze te presenteren als investering in het Europese karakter van de beurs, en daarmee de positie van Amsterdam als internationaal financieel centrum. Bovendien brengt de status van Europese beurs volgens Brouwer met zich mee, dat vooral controle en toezicht op de markt vanuit het beursapparaat kostbaar zijn.<sup>216</sup> Hij stelt dat de Amsterdamse markt, ondanks

---

<sup>213</sup> Onder andere in de bestuursvergadering van 18 mei 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141A/B.

<sup>214</sup> De suggestie werd reeds gemaakt in de vergadering van het bestuur van de VvdE van 8 september 1980, maar pas verzonden aan de EOE op 5 oktober 1981. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B/010:1.

<sup>215</sup> Korthals Altes tegen Brouwer en Van der Slikke, opgetekend in de notulen van de bestuursvergadering van de EOE van 17 december 1981 (Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1) en de Vergadering van de Commissie van Gedelegeerden van de VvdE (Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C).

<sup>216</sup> Brouwer in de gezamenlijke vergadering van het VvdE-bestuur met bestuur en directie van de EOE (hierna ‘gezamenlijke vergadering’) van 11 december 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

tegenwerkingen op internationaal gebied “waarlijk een Europese markt” is, met een internationaal bestuur en een nieuwe maatstaven zettende controle: “Nergens nog is gerealiseerd de bescherming van in opties beleggend publiek, zoals deze thans in Amsterdam is verwezenlijkt.”<sup>217</sup> Het beroep dat de EOE op de middelen van de VvdE bleef doen, begon echter voor een aantal bestuursleden dermate grote vormen aan te nemen, dat men van mening was dat er duidelijke limieten vastgesteld moesten worden. Dit betrof niet alleen de financiële middelen (hoewel voor het te verwachten verlies over 1979 van Hfl. 3.200.000,- weer bij de Vereniging moest worden aangeklopt)<sup>218</sup>, maar ook, in het licht van dergelijke bedragen, de mate van zelfstandigheid van de optiebeurs. De discussie bereikt een hoogtepunt in de vergadering van 5 april 1979, precies een jaar na de opening. In deze vergadering houdt voorzitter Korthals Altes een gloedvol betoog om alle kritiek te pareren. Hij plaatst de ontwikkeling van de EOE in het kader van de in 1966 genomen beslissing van het bestuur om geld vrij te maken “voor de financiering van door de maatschappelijke ontwikkelingen noodzakelijk geworden werkzaamheden van het beursapparaat.”<sup>219</sup> De EOE past daarbij in het rijtje van de investeringen in de centrale effectenclearing, Necigef en de overname van de KasAssociatie. Juist de EOE was bedoeld om “Amsterdam als financieel centrum [te versterken] ten voordele van bedrijfsleden en beleggers.”<sup>220</sup> Hij voegt nog toe, dat er zeker tegenvallers zijn (mede als gevolg van buitenlandse tegenwerking), maar dat dit juist een moment is om een extra inspanning te leveren.<sup>221</sup> Hoewel er oppositie blijft bestaan tegen de groeiende kosten en de wat gezien wordt als de al te zelfstandig opererende EOE, wordt de ontwikkeling van de optiebeurs door de retorische zet van Korthals Altes in een normatief kader geplaatst. Tegen de EOE zijn betekende tegen de vooruitziende beslissing van het bestuur zijn om het beursapparaat te moderniseren en de positie van Amsterdam als financieel centrum te versterken. De voorzitter bracht een scheidslijn aan tussen de ‘visionairs’ en degenen die alleen maar op de korte termijn-kostenoverschrijdingen letten en de strategische waarde van de EOE niet inzagen. Deze scheidslijn werd door EOE-voorzitter Brouwer in een daaropvolgende vergadering van beide beursbesturen nog wat scherper aangegeven. Het door een aantal VvdE-bestuurders genoemde jaartal van 1980 als tijdstip waarop een “keer ten goede” voor de EOE bereikt moest zijn (zie noot 211) werd door hem als “te optimistisch” aangemerkt.<sup>222</sup> Integendeel, de EOE zou naar zijn mening nog zeker drie jaar nodig hebben alvorens als succesvol aangemerkt te kunnen worden; tot die tijd zouden de

---

<sup>217</sup> Brouwer, *ibid.*

<sup>218</sup> Brief van Westerterp aan Korthals Altes. Hij bedankt de voorzitter voor de grote financiële inspanning van de VvdE “om het voortbestaan van de EOE mogelijk te maken”, om er fijntjes aan toe te voegen: “zulks mede ter verbreding van de mogelijkheden van de Amsterdamse effectenbeurs.” Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C.

<sup>219</sup> Korthals Altes in de bestuursvergadering van de VvdE van 5 april 1979. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

<sup>220</sup> Korthals Altes, *ibid.*

<sup>221</sup> Korthals Altes, *ibid.*

<sup>222</sup> Brouwer in de gezamenlijke vergadering van 7 mei 1979. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

kosten alleen maar toenemen onder het motto “de kost gaat voor de baet uit.”<sup>223</sup> In de eerste jaarvergadering van de EOE is Brouwer zo mogelijk nog stilliger:

“It should be clear to everyone, in view of the public’s limited knowledge of such a complex product and the limited degree of integration in Europe, that a considerable amount of time will be needed before a EOE will be able to operate at a profit.”<sup>224</sup>

Die kosten zouden voor een groot gedeelte samenhangen met de marketing van de optiebeurs. Het wordt al snel duidelijk, dat de strategie om de promotie van de optiebeurs over te laten aan de beursleden niet de juiste was. Westerterp en Brouwer geven in een brief aan Korthals Altes in juli 1979 aan dat de omzet weliswaar verbetert, maar dat er nog heel wat moet gebeuren aan de voorlichting. Daarbij zal de aandacht vooral gericht moeten zijn op de thuismarkt, omdat “het langzamerhand wel duidelijk is geworden dat wij in het buitenland – met uitzondering van België – veel weerstand moeten overwinnen van de betrokken autoriteiten en instanties.”<sup>225</sup> Naast een advertentiecampagne (die de nadruk moet leggen op drie mogelijkheden van opties: koerswinst, koersbescherming en een aanvullend inkomen op een aandelenportefeuille) wordt ook de mogelijkheid van voorlichtingsbijeenkomsten voor het publiek voorgesteld. Daarbij moet worden geprobeerd om naast effectenbeleggers ook mensen die nog niet beleggen aan te spreken. Het verzoek voor een extra bedrag van Hfl. 500.000,- voor de marketinginspanningen wordt door de directeur en voorzitter vooral geplaatst in het raamwerk van de aandelenhandel: “Wij menen dat inmiddels voldoende bewezen is dat een vergroting van de omzet op de EOE, althans in Nederlandse waarden, alleen maar stimulerend werkt op de omzet op de Amsterdamse effectenbeurs.”<sup>226</sup>

### **3. Innovatie**

#### *3.1 Het land in*

Zoals in hoofdstuk 1 bij de behandeling van de probleemstellingen al aangekaart is, is de Amsterdamse optiebeurs uniek door het grote aantal particuliere beleggers dat actief werd (en nog altijd is) op de optiemarkt. Vanaf het begin was het project ‘optiebeurs’ onderdeel van de strategie om ook kleinere beleggers weer actief te laten worden in aandelenbeleggingen. Echter, in de aanloop naar de opening van de beurs beperkte het aanspreken van particuliere beleggers zich tot berichten in de pers, waarin diverse betrokkenen zich bijna telkens uitspreken over de mogelijkheden van opties voor kleine beleggers.<sup>227</sup> Men vertrouwde in eerste instantie op de voorlichting door commissarissen en banken aan hun klanten. Na de moeizame start van de EOE veranderde dit. Deels daartoe gedwongen door zowel de opstelling van de belastinginspecteurs (en de daardoor uitblijvende voldoende

---

<sup>223</sup> Brouwer, *ibid.*

<sup>224</sup> Brouwer op de jaarvergadering van de EOE van 31 mei 1979. Bron: Jaarverslag 1979 van de EOE.

<sup>225</sup> Brief van Westerterp en Brouwer aan Korthals Altes van 26 juli 1979. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

<sup>226</sup> *ibid.*

<sup>227</sup> ‘Opties zaak voor kleinere belegger’ (*Algemeen Dagblad* van 22 maart 1977).

belangstelling van professionele beleggers) alsmede de zeer aarzelende medewerking van de grote banken, besloten Westerterp c.s. een stap verder te gaan en de traditionele ‘distributiekkanalen’ van effecten over te slaan en rechtstreeks te communiceren met particuliere beleggers.<sup>228</sup> Dit kan letterlijk opgevat worden: de directeur ging met een groep van ongeveer zeven EOE-mensen het land in om voorlichting te geven, vragen te beantwoorden en opties neer te zetten als een verstandig beleggingsproduct dat, mits goed gehanteerd, bij uitstek geschikt was voor de kleine belegger. In 1979 doet deze ‘optieshow’ 25 plaatsen aan, in 1980 worden er al 70 van dergelijke voorlichtingsbijeenkomsten gehouden.<sup>229</sup> Doornbos herrinnert zich (interview met U. Doornbos):

“Elke avond zaten we in het land, in een zaaltje. Er zijn dagen geweest, dat wij met meer mensen achter de tafel zaten, dan in de zaal. (...) ik zei, “kom op, die twee mensen hebben er ook de tijd voor uitgetrokken, hebben we veel meer aandacht voor [hen].” (...) Dat is wel de basis geweest. We hadden een groepje van een man of zes, zeven, en elke avond zaten we in het land. Dat was verschrikkelijk moeilijk; we deden het allemaal na de beurstijd.”

De inclusie van de particuliere belegger in de structuur van de beurs bereikt met de optiebeurs een nieuw niveau. De pogingen van de VvdE in het verleden om beleggers duidelijk te maken hoe de Amsterdamse effectenbeurs functioneerde, beperkten zich (noodzakelijkerwijs) voornamelijk tot rondleidingen en audio-visuele middelen (De Vries 1976: 237 e.v.). De optiebeurs ging duidelijk een stap verder door beleggers actief en individueel te benaderen en door middel van educatie en voorlichting ‘de optiebelegger’ als aparte categorie te definiëren. Daarbij konden niet alleen traditionele aandelenbeleggers aangesproken worden. Op de bijeenkomsten blijkt er ook een geheel nieuwe groep geïnteresseerd te zijn in de optiebeurs: mensen die nog nooit aandelen gekocht hebben, en zelfs uitsluitend in opties wilden beleggen. Deze *coming young man*, die in eerdere doelgroepanalyses naast de ‘traditionele belegger’ geïdentificeerd werd als een potentieel belegger in opties, blijkt ook daadwerkelijk aangesproken te worden door de nieuwe campagne en de informatieavonden.<sup>230</sup> Westerterp kan zelfs in 1979 tegen de CTO zeggen, dat de EOE niet meer uitgaat van de traditionele belegger, maar de ‘dynamische, jongere belegger’ moet aanspreken.<sup>231</sup> Dezelfde kleine belegger is voor de banken op dat moment echter vooral een kostenpost. Zoals reeds vermeld was de aandelenhandel wat dat betreft al nauwelijks lucratief, laat staan dat er via deze groep iets te verdienen zou zijn aan de nieuwe optiehandel. De investeringen in opleiding van het eigen

---

<sup>228</sup> Westerterp geeft al in de bestuursvergadering van 25 mei 1978 aan dat een dergelijke strategie vruchten zou kunnen afwerpen: “(...) *it would be useful for the EOE to make direct contact with [the] public in some circumstances rather than leaving it entirely to POM’s.*” Bestuursvergadering EOE van 25 mei 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1. Bestuurslid (en waarnemend voorzitter Muntinga) had vlak daarvoor nog aan de VvdE laten weten, dat marketing naar het publiek toe zeer beperkt zou moeten blijven, omdat “handelen in opties bepaalde risico’s meebrengt en zeker niet bestemd is voor “weduwen en wezen”.” Muntinga in de gezamenlijke bespreking van 16 mei 1978. Henkelman was echter in dezelfde bespreking wel voorstander van het direct richten van de aandacht op cliënten zelf. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

<sup>229</sup> Walstra (1996: 55); EOE, *Jaarverslagen 1979, 1980*.

<sup>230</sup> EOE, *Jaarverslag 1980*.

<sup>231</sup> Westerterp in de vergadering van de CTO van 30 mei 1979. NA MvF (1889) 1954-1995: 359.



personeel, het opzetten en laten functioneren van de *back offices*, en de voorlichting aan klanten zouden niet opwegen tegen de inkomsten uit de te verwachten, veelal kleine, orders. Volgens Westerterp zag de situatie er zo uit (interview met T. Westerterp):

“De AMRO heeft hele lange tijd tegengewerkt. (...) Hun verhaal was, dat er toen net een paar maanden vantevoren een rapport gemaakt was over de Nederlandse belegger. En men was toen van mening dat die private particuliere belegger in Nederland voor de banken eigenlijk niet meer interessant was. Nu kwam die optiebeurs, en die zou naar hun mening nog veel meer werk geven aan klanten. De AMRO [had] ook iemand in het bestuur benoemd, die grote banken hadden een vertegenwoordiger in het EOE bestuur, en die hield eigenlijk alles tegen. Dat heeft geduurd tot, naar men mij heeft verteld, een paar heel grote klanten van de AMRO zeiden: “maar luister, dit kan niet. We krijgen nooit adviezen over opties.” (...) Die [beleggers] dreigden weg te gaan, of die gingen weg, en toen is de AMRO omgegaan. En als zo’n organisatie omgaat, dan gaat het ook echt om.”

Intern krijgen medewerkers van de AMRO-bank dan ook aanvankelijk de instructie “zich uiterst terughoudend op te stellen voor wat betreft de handel in opties”<sup>232</sup>, waardoor particuliere beleggers vaak nul op het rekest krijgen als ze bij hun plaatselijke bankkantoor informeren naar de mogelijkheden om te beleggen in opties.<sup>233</sup> Uit op de voorlichtingsavonden afgenomen enquêtes blijkt bovendien, dat slechts 16% van de beleggers bekend is geworden met de optiebeurs via hun bank of commissionair.<sup>234</sup> Maar als gevolg van de voorlichtingsbijeenkomsten ontstaat er toch langzaam steeds meer vraag van particulieren naar opties. Vooral meer vermogende beleggers dreigen een andere commissionair te zoeken als hun bank blijft volharden in het weigeren van optieorders. De bijeenkomsten hebben dan ook het gewenste effect: ze dragen er toe bij dat er een geïnformeerde groep actieve beleggers ontstaat die de mogelijkheden van opties gaat verkennen.

Bij het startschot voor de nieuwe promotiecampagne worden op een persconferentie eind september 1979 ook de plannen met betrekking tot de uitbreiding van de optiehandel met goud- en obligatie-opties bekend gemaakt. De ontwikkeling van een ‘theorie van het clearen’ door het lange proces van het verkennen van de mogelijkheden met betrekking tot het ontwikkelen van opties op Amerikaanse- en Britse waarden, gecombineerd met de ervaringen met de optieclearing in de praktijk (beschreven in hoofdstuk 3) hebben als neveneffect, dat men zich binnen de EOE en EOCC er van bewust is geworden, dat alles wat gecleared kan worden feitelijk een optie kan zijn. Dit opent mogelijkheden, zeker wanneer er aanvankelijk nog capaciteit beschikbaar is in de computersystemen en de uitbreiding naar verdere optieklassen in (buitenlandse) aandelen stagneert. De tegenvallende omzet is de laatste impuls die nodig is voor de start van een ongekend innovatieproces in het begin van de jaren tachtig,

---

<sup>232</sup> J. G. Wolters in *Financieele Dagblad*; interview met U. Doornbos; interview met T. Westerterp.

<sup>233</sup> Westerterp in de bestuursvergadering van de EOE van 10 april 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1 Besloten wordt om de filialen, die wel behulpzaam zijn bij het plaatsen van optie-orders, op een lijst te plaatsen.

<sup>234</sup> EOE, *Marketing and PR-Plan The Netherlands 1979- '80*. Aangetroffen in Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1. Het rapport concludeert: “*Conspicuous, or rather, shocking is the fact that banks and brokers, in spite of their commercial and financial involvement in the option exchange, contribute only 16% of the name familiarity.*”

waarbij Amsterdam voorloopt op alle andere financiële centra. Deze innovaties worden nu achtereenvolgens besproken.

### 3.2 Goud-opties

De eerste expansie van opties buiten het domein van aandelen als onderliggende waarde wordt gevonden in goud. Er wordt gezocht naar een activum dat wereldwijd verhandeld wordt in een gestandaardiseerde hoeveelheid en in één enkele valuta, en goud voldoet aan al deze kenmerken: verhandeld over de gehele wereld in Amerikaanse Dollars en in de standaardhoeveelheid van een troy ounce. Als onderliggende waarde wordt gekozen voor de hoeveelheid van 10 troy ounce, een relatief kleine hoeveelheid die op de bestaande goudmarkten eigenlijk niet verhandeld wordt. Wanneer eenmaal blijkt, dat fysieke levering ook in deze kleine hoeveelheid mogelijk is, wordt omwille van de bereikbaarheid van goud-opties voor particuliere beleggers gekozen voor deze niet-standaard hoeveelheid.<sup>235</sup> Technisch blijkt de handel in goud-opties goed in te passen in het bestaande raamwerk van de EOE, maar van de kant van de juridisch adviseur wordt gewezen op enkele bezwaren: goud-opties zouden van een geheel andere aard zijn dan aandelenopties.<sup>236</sup> De advocaat stelt oprichting van een aparte *European Gold Options Exchange* (EGE) voor, alsmede een *European Gold Options Clearing Company* (EGCC). Bestuurslid Henkelman neemt duidelijk stelling tegen deze constructie. Volgens hem moet de EOE de positie innemen dat “*an option is an option*”, of dat nu goud of aandelen betreft.<sup>237</sup> Voor de positie van de EOE naar buiten toe is dit een belangrijke stelling. De EOE moet zich kunnen presenteren als *de* optiebeurs, synoniem voor de manier waarop optiehandel plaatsvindt: het *one stop* adres voor het beleggen in opties. Daarin past opsplitsing in meerdere deelmarkten niet. Het bestuur gaat akkoord met de zienswijze van Henkelman, maar voor het intern functioneren van de markt is het al snel een andere zaak.<sup>238</sup> Hoewel het technisch zonder meer mogelijk is dat de goud-opties binnen de EOCC gecleared worden, betekent een dergelijke handelswijze dat de clearing members die niet meedoen aan de goudoptiehandel toch garant moeten staan voor degenen die wel participeren. Dit wordt niet acceptabel geacht, reden waarom de EOCC in het vervolg door het leven gaat als een *holding company* met als onderdelen de EGCC en de *European Stock Options Clearing Company* (ESCC).<sup>239</sup> Ondanks deze interne differentiatie kan de EOE onder deze constructie naar buiten toe nog steeds als één markt gepresenteerd worden. Hoewel binnen de EOE-structuur Henkelman’s “*an option is an option*” al snel *common sense* is, geldt dat niet voor de toezichhouders in de Commissie van Toezicht en het Ministerie van Financiën.

---

<sup>235</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 10 juli 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>236</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 30 augustus 1979; Bestuursvergadering van de EOE van 14 augustus 1980.; Bestuursvergadering van de EOE van 11 september 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>237</sup> Henkelman in de bestuursvergadering van de EOE van 11 september 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>238</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 2 oktober 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>239</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 13 november 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

Vooraf op het Ministerie zelf bestaan er grote bedenkingen tegen goud-opties.<sup>240</sup> De TG A. Wellink schrijft op een interne notitie: “Ik kijk met nog erg veel huiver tegen de goud-opties aan.”<sup>241</sup> Aangezien DNB echter verantwoordelijk is voor het goudbeleid van Nederland, wil hij vooral aansluiting zoeken bij het standpunt dat de centrale bank hierover zal innemen. Hierover is DNB zich op dat moment nog aan het beraden. Voor de CTO zijn de voorgestelde goud-opties tegelijkertijd een aangrijpingspunt om in een moment van zelfreflectie de grenzen van haar verantwoordelijkheid scherper te definiëren. Na enige interne discussie besluit ze, dat ze weliswaar de introductie van nieuwe aandelen-optieklassen moet goedkeuren, maar dat alleen het *toezicht* op de optiehandel tot de aan haar gedelegeerde bevoegdheden behoort, en niet de maatschappelijke gevolgen ervan. Voorzitter Korteweg stelt dan ook, dat “Financiën dient te beslissen over de politieke- en macro-economische toelaatbaarheid van goud als onderliggende waarde.”<sup>242</sup> De CTO besluit zich te beperken tot een “technisch advies aan de Minister”, en behandelt in dit raamwerk de toelaatbaarheid van goud-opties door ze te toetsen aan criteria die ze als ‘objectief’ kan presenteren. Daarbij is het doel dat manipulatie, prijsbeïnvloeding en fraudeleuze handelingen voorkomen worden.<sup>243</sup> Het instrument dat de CTO ontwikkelde om dergelijke invloeden in geval van aandelenopties te voorkomen (de criteria van toelating voor opties die in het tweede hoofdstuk genoemd zijn), blijkt echter niet geschikt voor de goud-opties. Zo ontbreekt het bijvoorbeeld aan inzicht in de handelsomzetten op de goudmarkten, en is ook niet aan te geven of het verhandelen van goud-opties een “afvlakkende werking op de goudprijzontwikkelingen heeft”.<sup>244</sup> Men concludeert wel, dat goud homogeen en verhandelbaar is, dat levering ervan binnen de huidige reglementen van de EOE kan plaatsvinden, en dat de EOE zelf de eisen met betrekking tot positielimieten en dekking al heeft aangescherpt.<sup>245</sup> Dientengevolge komt ook de CTO tot de conclusie, dat goud-opties geen nieuwe markt vormen, maar een uitbreiding zijn van de bestaande: in principe is er geen verschil tussen goud- en aandelenopties.<sup>246</sup> Deze conclusie, die “(..) met name [is] gebaseerd op de gedachte dat de clearing en de daarbij betrokken clearing members in staat zullen zijn zorg te dragen voor een reglementaire afwikkeling van de contracten” wordt doorgegeven aan de TG.<sup>247</sup> Aangezien op dat moment DNB al lang geen principiële bezwaren (meer) heeft tegen de start van de goudoptiehandel, en de nieuwe instrumenten niet zijn af te wijzen op “politiek-maatschappelijke gronden”, kan het Ministerie volgens Canneman weinig anders dan toestemming verlenen. De TG noteert: “Ik doe dat zonder enig enthousiasme.”<sup>248</sup>

<sup>240</sup> Interne notitie van J.P.W.C. Korthals Altes van 2 oktober 1979. NA MvF (1889) 1954-1995: 359.

<sup>241</sup> Bijchrift van de TG op een notitie van Korthals Altes van 17 januari 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>242</sup> Vergadering van de CTO van 29 februari 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>243</sup> Vergadering van de CTO van 26 maart 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>244</sup> Advies van de CTO aan de Minister van Financiën, april 1980; Notitie van Canneman aan de TG van 20 augustus 2008. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>245</sup> Brief van CTO aan de Minister van Financiën, juni 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>246</sup> Vergadering van de CTO van 7 mei 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>247</sup> Notitie van Canneman aan de TG van 20 augustus 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>248</sup> Notitie van Canneman aan de TG van 27 augustus 1980; brief van DNB aan TG Wellink van 11 januari 1980, beiden NA MvF (1889) 1954-1995: 360. In eerste instantie was DNB voorstander van het uitstellen van de

De start van de handel in goud-opties op 2 april 1981 is echter niet alleen belangrijk vanwege het feit dat het hier om een andere onderliggende waarde dan aandelen gaat. Het EOE-bestuur vertaalt bovendien de genoemde eigenschappen (homogeen, gestandaardiseerde hoeveelheid en eenheidsprijzen) die het materiaal in de handel verkrijgt in een andere nieuwe innovatie, en wel op het gebied van marktorganisatie: door het mondiale karakter van de goudhandel moet het ook mogelijk zijn om de goud-opties 24 uur per dag te verhandelen. Westerterp kan na een reis langs verschillende continenten de oprichting van een wereldwijd handelsnetwerk in goud-opties aankondigen dat Amsterdam uiteindelijk verbindt met Montreal, Vancouver en Sydney met een centrale clearingorganisatie waarin de EOCC-holding voor 50% participeert, en de Canadezen voor de overige 50%.<sup>249</sup> In eerste instantie wordt op 14 november 1981 een *letter of intent* met de *Montreal Stock Exchange* (MSE) getekend (en die op 9 februari 1982 van kracht wordt) voor de vestiging van een “trans-Atlantische goudoptie markt”, die gepresenteerd wordt als de “eerste stap naar een wereldwijde goud-optiemarkt.”<sup>250</sup> Met goud-opties wordt op deze manier bereikt wat met aandelenopties nooit lukte, ondanks herhaalde pogingen met Britse en Amerikaanse onderliggende waarden. Een optiepositie die ‘s morgens in Amsterdam geopend is, kan ‘s avonds op de beurs van Montreal gesloten worden. Dat de handelssystemen in Amsterdam en Montreal op sommige punten van elkaar verschillen, is voor het ontstaan van deze mogelijkheid niet van belang. De cruciale voorwaarde (het zij nog maar eens gezegd) is het feit dat dezelfde clearingorganisatie de opties op beide vloeren garandeert: het zijn geen EOE- of MSE-opties, maar EGCC-opties. Het jaarverslag van de EOE over 1982 geeft de internationale mogelijkheden aan:

“(..) *it provides a wider market for the options cleared by the EGCC, without in any way threatening the sovereignty [sic] of the individual exchanges where the options are traded. It may well be that other exchanges round the world will see the advantages of trading options that have an international marketplace, and using an existing, well established clearing organisation.*”

Voor de MSE is de 12-uurs optiemarkt de belangrijkste reden om aan het project te beginnen. Net als de EOE is zij een beurs die met kleine omzetten kampt en naarstig op zoek is naar uitbreiding van de handel (interview G. Okkema). Bovendien vermijdt zij door de goud-opties via de EGCC te clearen het politiek geharrewar in de VS, waar met de komst van opties op andere onderliggende waarden dan aandelen onenigheid ontstond tussen de SEC en de *Commodity Futures Trading Commission* (CTFC). De SEC was zoals gezegd verantwoordelijk voor de regulatie van de aandelenmarkten, terwijl de

---

plannen voor goudopties, vanwege de op dat moment ‘instabiele’ situatie op de goudmarkt. Toen de markt stabiliseerde, zag men bij de centrale bank geen verdere reden voor uitstel, maar wees wel op de noodzaak van “zorgvuldige begeleiding van de voorgenomen activiteit”. Brief van DNB aan TG Welling van 2 februari 1981. NA MvF (1889) 1954-1995: 361.

<sup>249</sup> De clearingorganisatie, die aanvankelijk de *European Gold Options Clearing Corporation* heet, wordt in 1982 uitgebreid met de beurs van Vancouver, en in 1983 met de beurs van Sydney. In 1982 wordt ook de naam veranderd in de *International Options Clearing Corporation*.

<sup>250</sup> Persbericht van de EOE naar aanleiding van de ondertekening van de *letter of intent*. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C.

CTFC toezicht hield op de futures- en termijnmarkten. Zo kon de situatie ontstaan dat de SEC toezicht hield op de CBOE, en de CTFC op ‘moeder’ CBOT. Aangezien nu de Canadese clearingorganisatie *Trans Canada Options* recentelijk een registratie bij de SEC verkregen had (iets waar de EOE op dat moment overigens ook nog altijd mee bezig was), ontstond het gevaar, dat ook de Canadese goud-opties meegetrokken zouden worden in de *turf war* tussen beide toezichthouders. Dit weinig aantrekkelijke vooruitzicht werd behendig vermeden door de samenwerking met de EOE en EGCC.<sup>251</sup> Voor de Nederlandse toezichthouder betekent dit evenwel een nieuw gebied. De CTO moet zich nu afvragen, of men ook de optiemarkt in Montreal moet gaan controleren. Ook hier is men goed doordrongen van het belang van de clearing, reden waarom besloten wordt de controlerende bevoegdheid te richten op de EGCC, omdat deze “in de optiehandel een cruciale rol inneemt.”<sup>252</sup>

### 3.3 Obligatie-opties

Ongeveer tegelijkertijd met het idee van goud-opties ontstond ook het idee voor obligatie-opties als de completering van de “*security options area*”.<sup>253</sup> Anders dan bij goud-opties lag in dit geval de precieze omschrijving van de onderliggende waarde niet direct voor de hand. In het begin circuleerden er drie mogelijkheden: opties op een individuele obligatielening, opties op een individuele lening maar met de mogelijkheid van het leveren van een alternatieve lening bij uitoefening van de optie, en tot slot een optie op een mandje van verschillende leningen. Bovendien ligt de identiteit van de debiteur nog niet vast: moeten alleen staatsobligaties worden toegelaten, of komen ook andere debiteuren in aanmerking? Vanuit de effectensector komen verschillende signalen. Handelaren zouden het liefst een mandje van leningen als onderliggende waarde hebben, terwijl Duitse, Zwitserse en Oostenrijkse banken aan Scholten laten weten omwille van de eenvoud één enkele lening te prefereren.<sup>254</sup> Vanuit het Ministerie van Financiën worden de plannen met betrekking tot obligatie-opties met nog meer intensiteit gevolgd dan die van de goud-opties. Kon in het laatste geval nog beargumenteerd worden dat vooral DNB zich moest uitspreken over de wenselijkheid van deze opties, in het geval van opties op staatsobligaties was het Ministerie als uitgevende instantie direct betrokken. Bovendien wordt met de voorstellen wederom een nieuw element aan het optiediscours toegevoegd, namelijk dat van verrekening. Omdat fysieke levering van de onderliggende waarde in voorkomende situaties moeilijk kan zijn, wordt voorgesteld om een optiehouder eventueel de keuze te laten tussen levering en verrekening van het verschil tussen de uitoefenprijs en de marktprijs van de onderliggende waarde. Dit stuit bij de CTO op weerstand: een belegger moet wel weten wat hij geleverd krijgt. Bovendien moet volgens de Commissie de relatie tussen optiehandel en de markt in de onderliggende waarde

---

<sup>251</sup> Vergadering van het bestuur van de EOE van 24 november 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>252</sup> CTO-notitie ‘Samenwerking EOE en MSE’. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

<sup>253</sup> Westerterp in de vergadering van het bestuur van de EOE van 17 september 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>254</sup> Vergaderingen van het bestuur van de EOE van 10 april 1980 en 14 augustus 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

gehandhaafd blijven.<sup>255</sup> Het probleem doet zich nog sterker voor bij de ‘mandjes-oplossing’: levering van de onderliggende waarde(n) is in dit geval bijna niet mogelijk, waardoor verrekening het enige praktische alternatief is. In de Commissie ontstaat enige verwarring over dit nieuwe fenomeen. Commissie-lid Tervooren meent zelfs: “[V]oorkomen dient te worden, dat de handel in opties op een mandje een *volledig fictieve handel* wordt, doordat niemand gedekt kan schrijven. Het principe van risicomijding, hetgeen juist één van de belangrijkste doelstellingen van de handel is, zou in zijn geheel verloren gaan.”<sup>256</sup> Van Praag-Sigaar vraagt zich zelfs af, of de handel in opties bij afrekening in geld dan nog wel aanvaardbaar is.<sup>257</sup> De agent van het Ministerie (Bevers), die ook lid is van de CTO, kent de bijzondere kenmerken van de markt in staatsobligaties echter goed en weet dat de meeste schuldpapieren in handen zijn van institutionele beleggers, banken (die ze bovendien vaak in depot bij DNB aanhouden) en buitenlandse partijen. Deze beleggers zijn nu juist volgens hem niet in fysieke levering van de onderliggende waarde geïnteresseerd.<sup>258</sup> Een probleem ligt er volgens hem wel door de introductie van de nieuwe rol van Floorbroker/specialist. Wanneer deze functie ook gebruikt wordt bij de handel in obligatie-opties, en hoekmannen in obligaties als Floorbroker/specialist in een bepaalde optieklasse kunnen optreden, ontstaat er een monopolie.<sup>259</sup> De kans op manipulatie van de koersen wordt hierdoor niet denkbeeldig geacht.

De vele onzekerheden leiden er toe, dat de CTO aan de EOE laat weten, dat obligatie-opties nog nadere uitwerking behoeven.<sup>260</sup> De stroom van nieuwe voorstellen, en het voortdurend veranderen ervan, doet enige irritatie bij de commissieleden ontstaan. Het EOE-bestuur besluit namelijk, om na contact met de marktpartijen geheel af te zien van de mandjes-constructie. Aangezien ook het idee van vervangende leningen op bezwaren stuit, blijft feitelijk alleen een individuele obligatie over als mogelijkheid voor de onderliggende waarde. De discussie over de opties op een mandje van obligaties, en dan met name over de leveringsproblemen en het alternatief van verrekening, banen wel de weg enigszins vrij voor een concept dat op dat moment nog niet echt besproken wordt, maar dat wel het optiebegrif nog verder uitrekt: de indexopties. Deze worden in paragraaf 2.5 besproken.

### 3.4 Valuta-opties

Een ander onderdeel van de innovatieplannen van de EOE, dat aansloot bij de ontwikkelingen op de futuresmarkten, werd gevormd door opties op vreemde valuta. Ook bij de voorstellen voor deze opties

---

<sup>255</sup> Notitie ‘Obligatieopties’ van de CTO van 12 juni 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>256</sup> Tervooren in de vergadering van de CTO van 21 augustus 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360. Eigen benadrukking.

<sup>257</sup> Van Praag-Sigaar, *ibid.*

<sup>258</sup> Bevers in de notitie ‘Enkele kanttekeningen met betrekking tot opties op staatsobligaties’ aan de CTO, juli 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360; Zie ook Wytzes (1978: 175). Bevers’ voorkeur ging uit naar een mandje van staatsobligaties als onderliggende waarde.

<sup>259</sup> Vergadering van CTO van 18 juni 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

<sup>260</sup> Brief van de CTO aan de EOE van 25 september 1980. De Commissie en het Ministerie gaan wel door met het opstellen van de criteria waaraan leningen moeten voldoen om toegelaten te worden als onderliggende waarde van de nieuwe optieklassen. Zie o.a. Secretariaat van de CTO: ‘Criteria optieklassen obligaties’ van 18 september en 20 oktober 1980. NA MvF (1889) 1954-1995: 360.

was er (voornamelijk voor de toezichhouders) nieuw terrein te ontginnen. Allereerst werd hier weer een beleidsterrein van DNB betreden, namelijk dat van het valutabeleid. Ook hier had DNB echter geen bezwaar tegen de introductie van de nieuwe optieklassen.<sup>261</sup> Voor de Commissie is hier echter de kous niet mee af. Men worstelt met het vaststellen van de toelatingscriteria. Onder de mogelijkheden die ter sprake komen bevinden zich de stemrechtpositie van een land binnen het IMF, de omvang van de contante markt in een bepaalde valuta en de positie van een geldsoort in de SDR's van het IMF. De CTO besluit zelfs een werkgroep(je) in te stellen om het probleem nader te onderzoeken.<sup>262</sup>

Uiteindelijk komt men tot een tweetal criteria: de valuta moet goed leverbaar zijn (geen restricties op het deviezenverkeer), en er moet voldoende marktvolume zijn (gemeten door het interbancaire verkeer op de termijnmarkten).<sup>263</sup> De EOE wil ondertussen haast maken van de introductie van de nieuwe opties, omdat men de concurrentie voelt toenemen: LIFFE (de futuresmarkt in Londen) staat op het punt om open te gaan, en ook in Philadelphia zitten er valuta-opties aan te komen. De CTO en het Ministerie vinden dat deze druk de kwaliteit van de voorbereidingen niet ten goede komt. Met name vinden de Commissieleden, dat er van EOE-zijde onvoldoende aandacht voor “de specifieke implicaties van valuta als materiaal voor een optiemarkt” getoond werd. Vanuit het Ministerie wordt veel milder gereageerd: de gevolgen van de optiehandel voor de valutamarkten moeten door de CTO buiten beschouwing gelaten worden, en aangezien de DNB zich neutraal opstelde ziet men hier geen probleem.<sup>264</sup>

Ten tijde van de introductie van de valuta-opties is hiermee voor het eerst het ontstaan van serieuze internationale concurrentie tussen beurzen waar te nemen. Het EOE-bestuur besteedt veel aandacht aan de ontwikkelingen op de termijnmarkten (zoals de CME en LIFFE) en de plannen van andere optiebeurzen zoals de CBOE en PHLX. De Amsterdamse valuta-opties worden zelfs aangepast om meer op de opties van Philadelphia te lijken met het oog op toekomstige samenwerking. Tegelijkertijd introduceert ook de LSE valuta-opties op haar LTOM, waarbij het commentaar van directeur David Steen veelzeggend is: “*We are now an exchange going out there to grab business on a world scale instead of being a market with walls around it.*”<sup>265</sup> Anders dan de LTOM was de EOE al vanaf het begin van plan om als een ‘markt zonder muren er om heen’ te opereren. Met de komst van de goud- en valuta-opties wordt dit voor het eerst ook echt mogelijk, zonder dat buitenlandse aandelenbeurzen of marktpartijen, uit vrees dat bijvoorbeeld in Amsterdam gehandeld zou gaan worden in niet-

---

<sup>261</sup> Memo van de CTO van 1 september 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

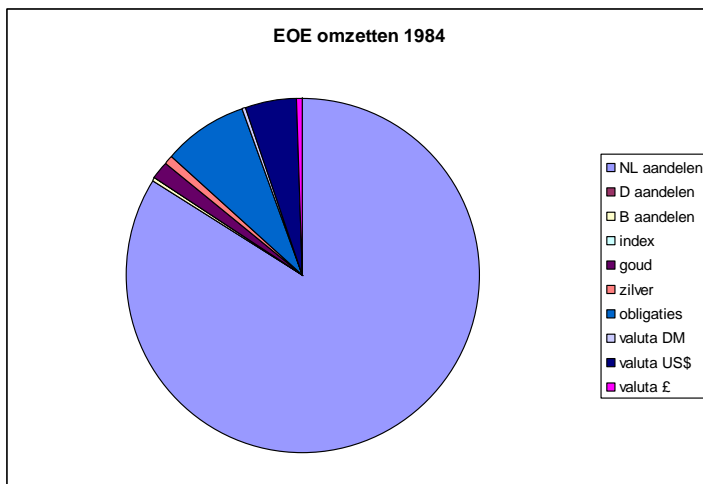
<sup>262</sup> Vergadering van CTO van 8 september 1982 NA MvF (1889) 1954-1995: 362. De werkgroep bestond uit Tervooren en het nieuwe commissielid, de econoom (en latere hoogleraar aan de Erasmus Universiteit en de Rijksuniversiteit Limburg), J.W. Goslings.

<sup>263</sup> Verslag van de Werkgroep van de Commissie inzake valuta-opties van 7 oktober 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

<sup>264</sup> Memo van het hoofd Bureau Financiële Markten (Korthals Altes) aan de TG van 13 september 1982; Vergadering van de CTO van 13 oktober 1982. Hij vervolgt: “Ik zal –in samenwerking met de Agent– trachten de hierdoor ontstane irritatie binnen de Commissie zoveel mogelijk te beperken.” Deze uitspraak suggereert, dat men vanuit het ministerie welwillend stond ten opzichte van de EOE en haar ontwikkeling, en bereid was om op de achtergrond de interactie tussen de CTO en de EOE waar nodig bij te sturen.

<sup>265</sup> Aangehaald in Kynaston (1997).

Nederlandse aandelen, bezwaren kunnen opwerpen. Het potentieel van de EOE als een uniek instrument voor de Amsterdamse financiële partijen om de reikwijdte van haar financiële operaties en invloed te vergroten, kan nu verwezenlijkt worden. De valuta-opties kunnen dan ook gepresenteerd worden als logisch inpassend in “de internationale dimensie van de EOE.”<sup>266</sup> De op 18 november 1982 geïntroduceerde valuta-opties worden echter nooit een doorslaand succes. Figuur 4.1 geeft ter illustratie voor 1984 de omzetverdeling tussen de verschillende optieclassen weer.



Figuur 4.1 Omzetten op de EOE in 1984 naar aantallen verhandelde contracten, uitgesplitst naar onderliggende waarde. Bron: EOE, Jaarverslag 1984. Verklaring: NL = Nederlandse; D = Duitse; B = Belgische; DM = Deutsche Mark.

### 3.5 Indexopties

Indexopties vormen in het begin van de jaren tachtig het laatste onderdeel van de uitbreiding van het aantal beleggingsmogelijkheden aan de EOE. Het idee, dat uit de Verenigde Staten komt, komt eind 1982 voor het eerst serieus ter sprake.<sup>267</sup> In een brief aan de CTO van 13 december 1982 presenteert Westerterp de plannen voor deze opties aan de toezichthouders. Het ontwerp behelst een optie op een constructie van verschillende aandelen in de vorm van een index. Een dergelijke index kan op verschillende manieren worden samengesteld, maar het gaat altijd om een uitdrukking van de koersen van een aantal aandelen in één getal, de waarde van de index op een bepaald moment. In de brief wordt de wenselijkheid van de nieuwe instrumenten gemotiveerd met verwijzingen naar de uitbreiding van het aantal aandelen-optieclassen. Door de introductie van indexopties kan namelijk ook bescherming tegen koersrisico's op aandelen verkregen worden die niet als onderliggende waarde voor opties fungeren. Dit betekent weer, dat er geen opties geïntroduceerd hoeven te worden op aandelen

<sup>266</sup> Westerterp in de vergadering van de Commissie van Gedelegeerden van 23 augustus 1982. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C.

<sup>267</sup> Zie bijvoorbeeld bestuursvergadering van de EOE van 25 november 1982. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.



“die maar net aan de toelatingscriteria voldoen.”<sup>268</sup> Aangezien het voorkomen van verstoring van de aandelenmarkt door de optiemarkt één van de belangrijkste doelen van de CTO is (geworden), is dit een belangrijk punt om de Commissie te overtuigen. Bovendien wordt nog een aantrekkelijk aspect van de indexopties gepresenteerd. Aangezien het bijna onmogelijk is om bij uitoefening van een dergelijke optie de onderliggende waarde fysiek te leveren (dan zou immers elk aandeel in de index naar rato van de wegingsfactor geleverd moeten worden), is voorzien dat de opties op basis van verrekening (*cash settlement*) verhandeld gaan worden.<sup>269</sup> Dit heeft volgens de EOE als voordeel, dat er helemaal geen verstoring van de (krappe) markt in kleinere aandelen zou optreden. Dit argument zal de CTO waarschijnlijk aangesproken hebben, maar vanuit het Ministerie wordt wel al meteen aangegeven, dat hierdoor het verband tussen opties en onderliggende waarde(n) bij de uitoefening wordt verbroken.<sup>270</sup> Bovendien vraagt de commissie zich af, of een index wel als onderliggende waarde beschouwd kan worden, en of ze derhalve wel toestemming kan geven voor de introductie. De CTO vraagt hierover advies aan de Minister, die antwoordt dat er geen beperking is op de onderliggende waarden van opties die door de CTO aangewezen mogen worden.<sup>271</sup> Ook de VvdE blijkt verrekening van de opties bij uitoefening tot te juichen, aangezien er zo geen leveringsproblemen of koersinvloed plaats kunnen vinden.<sup>272</sup>

Nu het principe van indexopties, en het cruciale element van verrekening als onderdeel van deze opties, in relatief korte tijd geaccepteerd is, doet de vraag zich voor *welke* index dienst moet doen als onderliggende waarde. De index, die op dat moment gebruikt wordt als indicatie van het beursklimaat, is de ANP/CBS-index. Deze wordt tweemaal per dag door het CBS berekend en doorgegeven aan de vloer van de effectenbeurs. Aanvankelijk wordt uitgegaan van deze index als onderliggende waarde voor de nieuwe opties, maar dit levert al snel een aantal problemen op. De eerste zorg is, dat de stand van de index geheim moet blijven vanaf het moment van berekening tot aan de publicatie op de vloer van de AEB. Informatie over de hoogte van de index vóór de publicatie zou immers de mogelijkheid bieden om met voorwetenschap te handelen in de indexopties. Het CBS geeft aan, dat geheimhouding realiseerbaar is door de index in een afgesloten ruimte te berekenen en binnen 15 seconden door te geven aan de Guidebank van de effectenbeurs.<sup>273</sup> In een reactie geeft de EOE echter aan, inmiddels na te denken over de ontwikkeling van een eigen index. Deze zou continu “door de computer” berekend kunnen worden, zonder interventie van derden en zonder menselijke ingreep. Het probleem van

---

<sup>268</sup> Brief van Westerterp aan de CTO van 13 december 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

<sup>269</sup> Zie in dit verband ook de discussie met betrekking tot obligatie-opties in paragraaf 3.3.

<sup>270</sup> “Eerste commentaar van het Secretariaat op de voorstellen van de EOE tot verhandeling van opties op een index”. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

<sup>271</sup> Brief van de CTO aan de minister van financiën van 13 januari 1983; Brief van de TG namens de minister aan de CTO van 10 februari 1983. Beiden NA MvF (1889) 1954-1995: 363. De minister geeft op 14 juli 1983 goedkeuring voor de introductie van indexopties.

<sup>272</sup> Notitie van de CTO inzake het verzoek van de EOE tot verhandeling van indexopties van 17 februari 1983. NA MvF (1889) 1954-1995: 363.

<sup>273</sup> Overleg van de CTO met de VvdE en het CBS van 29 maart 1983. NA MvF (1889) 1954-1995: 363.

mogelijke voorwetenschap zou hierdoor in één klap opgelost worden.<sup>274</sup> De EOE-index, zoals de nieuwe index genoemd zou moeten worden, is het geesteskind van Tjerk Westerterp. Hij bedenkt het concept voor een index op de 13 ‘EOE-fondsen’ in de trein van Luxemburg naar Amsterdam (interview met T. Westerterp). De index voegt een nieuw element toe aan de institutionalisering van de optiebeurs. Voor het eerst wordt er nu expliciet gesproken over ‘EOE-fondsen’, de (Nederlandse) aandelen waarop opties verhandeld worden op de vloer van de Koopmansbeurs. Bovendien beschikt de beurs nu over een eigen index. Wanneer CTO-lid Goslings vraagt, waarom niet alle aandelenfondsen in de EOE-index worden opgenomen, is het antwoord, dat dit enerzijds te maken heeft met computer-technische beperkingen, maar tevens met het feit dat de EOE anders geen zeggenschap meer heeft over de “eigen index”.<sup>275</sup>

In september 1983 worden de indexopties voor het eerst in de notering opgenomen. De handel is echter nauwelijks begonnen als de juridisch adviseur van de EOE (Schaafsma) aangeeft, dat naar zijn mening indexopties als gevolg van de volledige *cash settlement* onder de wetgeving met betrekking tot overeenkomsten uit spel- en weddenschap vallen. In het desbetreffende artikel 1825 van het Burgerlijk Wetboek is bepaald, dat dergelijke overeenkomsten niet juridisch afdwingbaar zijn. De directie van de EOE besluit daarop, de handel in indexopties tot nader order stil te leggen.<sup>276</sup> De oplossing voor de onzekere situatie wordt in eerste instantie gezocht in het zoeken naar mogelijkheden om de indexaandelen toch fysiek te kunnen leveren. Eén mogelijkheid was het opzetten van een fonds met daarin alle aandelen die in de index voorkwamen. Wanneer een belegger de optie zou willen uitoefenen, zou hij de keuze kunnen krijgen tussen een participatie in dit fonds of verrekening.<sup>277</sup> Maar juist deze keuzemogelijkheid zou volgens Schaafsma weer problemen op kunnen leveren, zodat als enige mogelijkheid de daadwerkelijke levering van de aandelen over zou blijven.<sup>278</sup> Het alternatief van hervatting van de handel en vervolgens een beroep op artikel 1825 afwachten, werd door niemand (ook niet door de CTO en het Ministerie van Financiën) acceptabel geacht.<sup>279</sup> Bovendien geeft de landsadvocaat in augustus 1985 aan, dat ook naar zijn mening indexopties onder artikel 1811 BW

---

<sup>274</sup> Brief van de EOE aan de CTO van 16 mei 1983 in NA MvF (1889) 1954-1995: 363; Bestuursvergadering van de EOE van 19 mei 1983 in Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>275</sup> Goslings in de vergadering van de CTO van 19 mei 1983; Brief van de EOE aan de CTO van 13 juni 1983. Beiden uit NA MvF (1889) 1954-1995: 363.

<sup>276</sup> Er werden vanaf 28 oktober 1983 geen openingstransacties in indexopties meer toegestaan, waardoor de handel feitelijk stil kwam te liggen. Beleggers, die op dat moment indexopties gekocht hadden, zagen door deze beslissing de resterende tijdswaarde van hun opties volledig verdwijnen. Vanwege de deuk in het vertrouwen in de EOE die een dergelijke situatie op zou kunnen leveren, werd besloten deze beleggers voor dit verlies te compenseren.

<sup>277</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 15 december 1983. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>278</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 15 mei 1984. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>279</sup> In een advies van de bekende Nijmeegse jurist prof. dr. L. van der Grinten werd een dergelijke benadering wel min of meer voorgesteld. Van der Grinten huldigde het standpunt, dat indexopties, mits verhandeld op een erkende beurs en “maatschappelijk geaccepteerd”, niet onder de bepalingen van spel en weddenschap zouden vallen. Juist vanwege het criterium van “maatschappelijke acceptatie” zouden de opties weer zo snel mogelijk geïntroduceerd moeten worden. Bestuursvergadering van de EOE van 13 september 1984; Bestuursvergadering van de EOE van 20 december 1984 (Beiden archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:2); Tweede Kamer (1985/1986a).

vallen.<sup>280</sup> Dit is een tegenvaller voor de EOE. In de VS en in Londen wordt op dat moment al druk gehandeld in indexopties, waardoor “een aanzienlijk marktpotentieel aan de E.O.E. (en Amsterdam als financieel centrum) voorbij [gaat].”<sup>281</sup> De EOE-directie onder aanvoering van Westerterp zet daarom vooral in op het acceptabel maken van verrekening, door het concept van alle juridische onzekerheden te ontdoen. De gebeurtenissen die volgen worden een belangrijk onderdeel van het ‘verhaal van de EOE’: de beurs heeft wederom profijt van de Haagse connecties van Westerterp om het probleem aan te kaarten bij de regering. Bovendien is ook het Ministerie van Financien onder Minister Ruding overtuigd van de wenselijkheid van een wettelijke oplossing van het probleem. Men is vervolgens in staat om het voorstel tot wijziging van artikel 1811 BW “in recordtijd” door het parlement te loodsen (interview met U. Doornbos; interview met T. Westerterp; Tweede Kamer (1985/1986a).<sup>282</sup> De argumentatie van de regering in de memorie van toelichting is vooral gebaseerd op de positie van Nederland als financieel centrum, getuige het volgende, uitvoerige citaat (Tweede Kamer 1985/1986a: 2; eigen cursivering):

Een verantwoorde hervatting van de handel in index-opties is (..) alleen mogelijk na aanpassing van het Burgerlijk Wetboek. In verband met de wenselijkheid van een hervatting van de handel in index-opties zijn wij van mening dat zulk een wijziging van het Burgerlijk Wetboek tot stand moet worden gebracht. *Immers, wij achten het in het belang van de positie van Nederland als financieel centrum en van de bedrijvigheid op zijn financiële markten dat elders gangbare transactie-vormen waaraan uit maatschappelijk oogpunt geen bezwaren zijn verbonden, ook in ons land ingang kunnen vinden.* Hierbij dient te worden gewezen op de mogelijkheid dat bij een voortdurend beletsel voor verhandeling van index-opties de kans niet denkbeeldig is dat de handel in opties op een index van Nederlandse aandelen zal worden verlegd naar buitenlandse markten, waar geen belemmeringen van wettelijke aard op dit gebied bestaan. Voorts belemmert de huidige rechtsonzekerheid de Europese Optiebeurs in het afsluiten van overeenkomsten tot samenwerking met beurzen uit het buitenland welke kunnen leiden tot verhandeling van buitenlandse index-contracten op openingsuren in Amsterdam gedurende welke vanwege het tijdsverschil deze buitenlandse beurzen zijn gesloten. Voor de positie van de Europese Optiebeurs welke qua omzet de grootste beurs van deze aard is buiten de Verenigde Staten, zal deze belemmering ongetwijfeld nadelig kunnen uitwerken.

Bovenstaande rechtvaardiging bevat een duidelijke verwijzing naar de concurrentiepositie van de Nederlandse financiële markten in internationaal verband. Er wordt in de memorie van toelichting ook nog gewezen op de mogelijke ontwikkeling van toekomstige instrumenten (vooral op financiële termijnmarkten), de “economische- en maatschappelijke nuttige functie” van risico-afdekking en de “deregulerende strekking” van de wetwijziging, die past in het algemeen overheidsbeleid tot deregulatie (Tweede Kamer 1985/1986a: 3). Duidelijk is in ieder geval dat de EOE inmiddels als een

---

<sup>280</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 19 september 1985 (Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:2); Tweede Kamer (1985/1986b: 1).

<sup>281</sup> Interne notitie inzake indexopties aan de Minister van 16 oktober 1985. NA MvF (1889) 1954-1995: 364.

<sup>282</sup> Artikel 1811 BW bevatte de, naar mening van sommigen limitatieve, lijst van ‘kans-overeenkomsten’ waarvan de uitkomst “van eene onzekere gebeurtenis afhangen.” Hieronder vielen de overeenkomst van verzekering, lijfrenten en “Spel- en weddenschap”, waarbij voor deze laatste overeenkomsten de bepaling van artikel 1825 BW gold. De wetwijziging betrof nu de toevoeging van een aparte categorie “overeenkomsten tot verrekening van een koers- of prijsverschil” aan artikel 1811 BW.

belangrijk onderdeel van de Nederlandse financiële sector gezien wordt, en beschouwd wordt als deel uitmakend van een internationaal gedefinieerd geheel van financiële markten. Daarbij is de sterke toename van de concurrentie tussen beurzen onderling, die reeds bij de behandeling van de valuta-opties genoemd is, ook bij de begripsvorming rond de indexopties duidelijk waarneembaar. De “overeenkomsten tot samenwerking met beurzen uit het buitenland” die in de memorie van toelichting genoemd worden, betreffen vooral de plannen om samen met de AMEX fungibele opties op de *Major Market Index* (MMI) te gaan noteren. Er wordt daartoe een licentie-overeenkomst getekend, waarvan de uitvoering echter door het moratorium op nieuwe indexopties nog even op zich laat wachten. Na de herintroductie van de opties op de EOE-index (die dan al uit 17 fondsen bestaat; zie Beutick 2008: 31) op 26 januari 1987 worden de opties op de MMI op 24 augustus van dat jaar geïntroduceerd.

### 3.6 Nieuwe optieklassen: conclusie

De expansie van het aantal optieklassen, die door de EOE in het begin van de jaren tachtig in snel tempo ondernomen wordt, lijkt vooral verklaard te kunnen worden door de aanvankelijk tegenvallende omzet van de aandelenopties en de tegenwerking van buitenlandse beurzen en marktpartijen bij de uitbreiding van het aantal optieklassen op internationale aandelen. Gesteund door de leereffecten van de ontwikkeling van de eigen clearingorganisatie, en de ontwikkelingen op andere (voornamelijk Amerikaanse) optiebeurzen, werd het karakter van een aandelenoptiebeurs steeds meer veranderd in een ‘termijnoptiebeurs.’ Door deze uitbreiding van de soorten onderliggende waarden, kwam de EOE bovendien in contact met partijen, die voorheen nauwelijks met de effectenhandel te maken hadden. Zo ontstonden verbanden met goudhandelaren, zilverhandelaren en de valutahandel-afdelingen van banken, en krijgen de EOE-actoren te maken met “specialisme[n] waarmee men tot dusver niet mee [sic] te maken heeft gehad.”<sup>283</sup> De indexopties completeren in zekere zin de begripsvorming rond opties. Enerzijds vormen zij op dat moment de meest abstracte verschijningsvorm van de nog nieuwe instrumenten, door als onderliggende waarde een getal te hebben dat berekend wordt als een gemiddelde van de koersen van enkele aandelenfondsen. Anderzijds zijn juist de problemen rond de definitie en aard (met name het feit dat fysieke levering zo moeilijk is) van deze opties de aanleiding voor het eenduidig juridisch vastleggen van *alle* opties als in rechte afdwingbare overeenkomsten. Vooral bij de definiëring van deze opties komt derhalve tot uitdrukking, hoe de intensieve samenwerking met de overheid en de vereisten van vooral de market makers als marktpartij in grote mate bijdragen aan het ontwerp van de uiteindelijke indexopties.<sup>284</sup> De begripsvorming legt bovendien

---

<sup>283</sup> Westerterp in de vergadering van de Commissie van Gedelegeerden van 23 augustus 1982. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C.

<sup>284</sup> De introductie van de indexopties levert namelijk intern een probleem op, doordat het voor market makers moeilijk is om posities in deze instrumenten af te dekken. Deze groep is dan ook weinig enthousiast over de eerste plannen, maar is bereid mee te werken indien de beurs hedgemogelijkheden creëert. Het enthousiasme wordt bovendien niet groter wanneer er uit de VS berichten komen, dat de handel in indexopties ten koste gaat van de handel in de ‘normale’ aandelenopties. De beursorganisatie gaat echter door met de plannen, en komt tot een overeenkomst met de AMRO-bank om een fonds (het *EOE Dutch stock index fund*) op te zetten dat door de

het fundament voor de uitbreiding naar andere optieclasses waarvoor fysieke levering problematisch is (er wordt dan al gesproken over petroleum-opties, rente-opties, opties op futures en ook opties op een obligatie-index staan weer op de agenda).

#### **4. Aandelenbeurs en optiebeurs**

Vrijwel vanaf het begin werd grote moeite gedaan om de optiebeurs naar buiten toe als aparte, eigen organisatie te presenteren. Aanvankelijk was dit streven vooral ingegeven om steun te krijgen voor een optiebeurs binnen de VvdE-gelederen, en de wens om buitenlandse beurzen te laten zien dat de vestiging van de EOE in Amsterdam niet automatisch zou betekenen, dat er ook buitenlandse aandelen op de AEB verhandeld zouden gaan worden. Mede om deze redenen werd er een eigen vereniging opgericht, maar daarnaast bijvoorbeeld ook gehandeld in een apart gebouw, los van de vloer van de effectenbeurs. Binnen de VvdE werd de optiebeurs aanvankelijk echter nog vaak gezien als een project van de effectenbeurs en gelieerd aan de aandelenhandel, iets waar de omvangrijke lening natuurlijk mede debet aan was (zie ook paragraaf 1 van dit hoofdstuk). De expansie in andere waarden wordt hier dan ook enigszins argwanend bekeken. Men vraagt zich bijvoorbeeld af, of de kosten die gemaakt moeten worden voor de introductie van goud-opties wel door de VvdE gefinancierd moeten worden, aangezien het hier geen opties op effecten meer betreft. Uiteindelijk geeft het argument de doorslag, dat men weinig te verliezen heeft; met de introductie van de goud-opties kunnen wellicht een deel van de vaste kosten terugverdiend worden.<sup>285</sup>

Na 1981 begint de EOE echter dermate snel te groeien (mede door de expansie in andere onderliggende waarden), dat het steeds duidelijker wordt dat hier wel degelijk een zelfstandige beurs actief is. Een manier waarop de toegenomen zichtbaarheid van de EOE in het financiële veld merkbaar wordt, is door de toegenomen interactie met de ondernemingen waarvan de aandelen als onderliggende waarde voor opties dienden (zogenaamde ‘optiefonds’). Bedrijven die via de aandelenmarkt kapitaal willen verkrijgen, dienden bij de effectenbeurs een notering aan te vragen. Dit was een tijdrovend proces, waarbij diverse stadia gepasseerd moesten worden alvorens een fonds in de notering kon worden opgenomen. Bij de optiebeurs werkt het in feite andersom: wanneer het beursbestuur een nieuwe optieklasse op een bepaald aandeel wil introduceren, kan ze dit in principe doen zonder de instemming van de betrokken onderneming. In de praktijk werd echter wel eerst, vaak informeel, om toestemming gevraagd, hetgeen ook de usance was in Chicago. Bovendien werd een dergelijke toestemming ook door het Ministerie van Financiën en de VvdE wenselijk geacht. Maar er is hier sprake van een fundamenteel verschil tussen een aandelen- en een optiebeurs. Een

---

market makers als hedge gebruikt kan worden. Wanneer de market makers aangeven, dat ook dit fonds geen goede afdekking van de risico’s waarborgt, wordt besloten om van de indexopties Europese opties te maken, die alleen op de aflooptdatum uitgeoefend kunnen worden. Dit maakt de risico-afdekking minder gecompliceerd, omdat er geen gevaar bestaat dat een optie vóór de einddatum wordt uitgeoefend (hetgeen wel mogelijk is bij de zogenaamde Amerikaanse opties).

<sup>285</sup> Bestuursvergadering van de VvdE van 4 december 1980. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141C.

aandelenbeurs bemiddelt feitelijk in de doorgifte van produkten (aandelen) van anderen, terwijl een optiebeurs haar eigen produkten kan creëren. De ‘natuurlijke’ verbintenis tussen een onderneming en haar verhandelde aandelen, en de daaraan gekoppelde verbintenis tussen een onderneming en de aandelenbeurs, ontbrak daardoor in het geval van de optiebeurs. Toch hadden de meeste ondernemingen (misschien enigszins onverwacht) weinig bezwaren tegen de notering van opties op ‘hun’ aandelen, en hielden ook rekening met de specifieke vereisten van de nieuwe status als optiefonds. Aankondigingen van dividendwijzigingen, fusies, aandelensplitsingen en dergelijke moesten nu namelijk ook aan de optiebeurs worden doorgegeven. Aangezien dit echter nog geen routinehandeling was, en er ook geen sprake was van een absolute verplichting van de zijde van de onderneming, moesten de directe persoonlijke contacten tussen het bestuur en directie van de EOE en de Raad van Bestuur van een dergelijke onderneming vaak intensief onderhouden worden. Maar er waren ook op dit vlak soms problemen, die aangeven dat de optiebeurs voor sommige bedrijven cognitief of politiek nog geen onderdeel uitmaakte van het Nederlandse financiële veld. De aandelenkoers was hier vaak de aanleiding voor conflicten. Ulf Doornbos vertelt:

“Dhr. van Rooyen, de toenmalige bestuursvoorzitter van Hoogovens, en Westerterp gingen rollebollend over straat over de koers van Hoogovens. Want de koers van Hoogovens (..) stond onder druk door de optiebeurs. Tenminste, dat stond in de krant. Dus [van Rooyen] ging wat [negatiefs] zeggen over de optiebeurs. Daarvoor kreeg hij politieke steun vanuit de effectenbeurs op de achtergrond, want de hoeklieden hadden het ook niet meer in de [hand], de koers werd eigenlijk bepaald bij ons op de optiebeurs. Dat vonden ze op de effectenbeurs ook niet leuk. (..) We zijn toen ’s middags om drie uur in de auto gestapt (..) en toen stond ik voor de Raad van Bestuur uit te leggen hoe een call optie in elkaar zat. (..) Dus we zaten daar gewoon twee en een half uur optieles te geven.”

Dergelijke incidenten duiden er op, dat de EOE haar positie in het financiële landschap nog lang actief moest definiëren, zowel naar ondernemingen- als naar de effectenbeurs toe. De partijen op de aandelenmarkt waren namelijk ook niet bereid om de informatie zonder meer te delen met de optiebeurs. Mensen van de EOE renden daarom met berichten van de vloer van de aandelenbeurs naar de optiebeurs om de informatieverdeling enigszins gelijk te trekken (interview met U. Doornbos). Dat gold zelfs voor de meest belangrijke informatiebron voor een optiebeurs, namelijk de koersen van de onderliggende waarden. Ulf Doornbos zegt hierover:

“Een grote doorbraak was, dat de aandelenbeurs meer in de etalage kwam te staan door de optiebeurs. In 1978 gingen de koersen van de aandelenbeurs eerst met een telefoonlijn richting Zwitserland, en vanuit Zwitserland weer terug naar de optiebeurs toe, terwijl er hemelsbreed 20 meter tussen ons zaten. Er waren partijen [de hoekmannen] op de effectenbeurs, die er belang bij hadden dat de vertraging [in de doorgifte van de koersen] zo groot mogelijk was. Dat scheelde hun geld. Tegenwoordig zou men dat voorkennis noemen. Zij hadden de koersen eerder, en konden daarop anticiperen. Het heeft jaren geduurd voordat die knop bij de effectenbeurs omging.”

Het probleem wordt besproken in de bestuursvergadering van de EOE. Er wordt besloten, om een EOE-employee op de vloer van de aandelenbeurs te stationeren, die de koersen vervolgens telefonisch

door moet geven aan de vloer van de optiebeurs.<sup>286</sup> Een ander probleem betreft de handelsuren op de effectenbeurs. Behoudens enkele internationals vond de aandelenhandel in een ochtend- en middagsessie plaats. Dit betekende, dat voor enkele fondsen het meest belangrijke element van de handel in opties (de koers van de onderliggende waarde) ontbrak tijdens de zogenaamde voorbeurs en nabeurs. De makelaars, die op deze tijden handelden in aandelen waren namelijk terughoudend met het openbaar maken (via Telekurs) van de tijdens deze sessies tot stand komende koersen. Men was bang dat verspreiding van de koersen het voor buitenstaanders mogelijk maakte om de tendens van de openingskoers te berekenen.<sup>287</sup> Ook de aansluiting bij de andere elementen van de infrastructuur van de effectenhandel blijkt niet zo onproblematisch als eerder nog werd aangenomen (zie hoofdstuk 3). G. Okkema vertelt bijvoorbeeld over de samenwerking met de effectenclearing:

“Kijk, (..) dat had te maken met de opvatting binnen die clubs, samenwerking tussen effectenclearing en optieclearing was in het begin verschrikkelijk moeilijk, dat was onmogelijk. Ik had het geluk dat ik uit Amsterdam uit de effectenwereld kwam. Ik kende veel mensen, ook bij de effectenbeurs, ook bij de effectenclearing, ook bij Necigef. (..). Maar de effectenclearing had geweigerd om een verbintenis aan te gaan met de optiebeurs, met de optieclearing, en dat betekende dat we een eigen leveringscircuit hadden, naast dat van de effectenbeurs. Het gebeurde al snel dat er in dat leveringscircuit stremmingen optraden omdat er bij ons moest worden geleverd, maar dat moest worden doorgeleverd in de effectenclearing waar vandaan het weer aan ons moest worden geleverd. (..) [T]oen ik kwam [was] één van de eerste dingen die ik deed op dat gebied naar het beursplein [gaan] en gaan praten met mijn tegenvoeters. “Geen denken aan.” Waarom? [H]et paste in de sfeer van, nou ja, die jongens daar, (..) dat is alleen maar gevaarlijk, gokkerij, dat is niet serieus.”

Met de steeds groter wordende omzetten van de aandelenopties krijgen de partijen op de aandelenbeurs echter ook steeds meer het idee, dat de koersen van optiefondsen steeds meer op de optiebeurs bepaald worden in plaats van op de aandelenmarkt. Vooral rond expiratie van optieseries komen er steeds meer aandelenorders vanuit de optiemarkt. Het fenomeen “beïnvloeding” duikt weer op in de discussie, omdat diverse hoeklieden het gevoel krijgen geen controle meer te hebben over de koersvorming van ‘hun’ fondsen (interview met U. Doornbos; interview met T. Westerterp). De al wat stroeve relatie op bestuursniveau tussen beide beurzen wordt zo verder op de proef gesteld door de interne dynamiek van de optiebeurs. Een belangrijke plaats wordt hierbij ingenomen door de discussie over de zogenaamde positielimieten. Hoewel deze discussie vooral met de CTO gevoerd wordt, spelen de belangen van de effectenbeurs een cruciale rol. Deze limieten, waarin per optieklasse aangeven werd wat de maximale positie was die een partij in mocht nemen, waren bedoeld om de invloed van de optiehandel op de aandelenhandel te minimaliseren. De positielimieten komen in twee soorten: Eén voor beleggers (particulier en institutioneel), en één voor de professionele handelaren. De gedachte achter de limieten is, dat door het verbieden van onevenredig grote posities voorkomen wordt, dat

---

<sup>286</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 8 juni 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1. Het probleem blijft ook later nog bestaan als de effectenbeurs overgaat op een nieuw handelssysteem (bestuursvergaderingen van de EOE van 10 april en 8 mei 1980, Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1).

<sup>287</sup> Henkelman in de gezamenlijke bespreking van 16 mei 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 3141B.

individuele partijen invloed zouden kunnen uitoefenen op de onderliggende aandelenkoers. Daarnaast worden deze limieten onderdeel van het ‘vertrouwensconcept’ van de EOE, en van de eerder genoemde strategie van het vermijden van negatieve beeldvorming.<sup>288</sup> Ook het bestuur van de EOE is daarom de mening toegedaan, dat deze limieten slechts zelden gewijzigd mogen worden.<sup>289</sup> Tegelijkertijd heeft de CTO in haar takenpakket het toezicht op de handel en het naleven van de reglementen. Teneinde deze taak uit te voeren verlangt de Commissie een gedetailleerde rapportage van de EOE omtrent de overtredingen van deze reglementen. Deze overtredingen blijken in de meeste gevallen betrekking te hebben op de overschrijding van de positielimieten door market makers. Hierdoor gaat de CTO zich steeds meer concentreren op deze limieten als het controlemechanisme voor de optiehandel. Tegelijkertijd constateert de directie van de EOE, dat deze market makers steeds vaker tegen de beperkingen van deze limieten aanlopen. Het toegenomen handelsvolume en het geringe aantal market makers zorgen ervoor, dat individuele posities soms te groot worden. Vooral bij obligatie-opties is het probleem acuut. Wanneer de EOE-directie begin 1982 besluit om de positielimieten van de market makers in obligatie-opties te verdubbelen, reageert de CTO met de mededeling, dat deze limieten – als onderdeel van de toelatingscriteria – niet zomaar door de EOE gewijzigd kunnen worden.<sup>290</sup> De EOE dient daarop een formeel protest in: men beschouwt de limieten voor de professionele handel als onderdeel van het “*self-regulating*” karakter van de beurs. De EOE stelt, dat positielimieten voor beleggers wel tot de bevoegdheden van de CTO behoren, maar die van professionele handelaren niet. Hiervoor zou de EOE zelf verantwoordelijk zijn, omdat het zou gaan over een ordelijk verloop van de dagelijkse handel. Westerterp geeft aan, dat naar mening van de EOE-directie het toezicht van de CTO in dezen “repressief” van aard is, en niet “preventief”.<sup>291</sup> De Commissie deelt deze opvatting over de differentiatie in haar bevoegdheden niet, en stelt intern vast dat “marktverstoringen” door de optiemarkt vermeden moeten worden, en dat daarom bemoeienis met de limieten gewenst blijft.<sup>292</sup>

Uit de discussie blijkt, dat de EOE de limieten als een interne zaak beschouwt, waar beleggers geen last van hebben en die prima geregeld kunnen worden door de eigen marktinstututen (bijvoorbeeld het interne controle-orgaan van het *Business Conduct Committee*). Het bestuur stelt op een gegeven moment: “[*The Business Conduct Committee*] is an internal court of the exchange, dealing with

---

<sup>288</sup> Het Ministerie van Financiën stelt bijvoorbeeld bij de positielimieten voor valuta-opties (waarbij beïnvloeding van de onderliggende valutakoers schier onmogelijk is), dat deze toch wenselijk zijn “[met name] met het oog op de beeldvorming van de optiehandel.” Notitie voor de TG van het hoofd Bureau Financiële markten (Korthals Altes), NA MvF (1889) 1954-1995: 362. Eenzelfde redenering komt ook voor bij het bespreken van positielimieten voor indexopties in CTO, ‘Notitie inzake het verzoek van de EOE tot verhandeling van indexopties’, NA MvF (1889) 1954-1995: 363.

<sup>289</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 9 november 1978. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>290</sup> Telex van de CTO aan de EOE van 5 februari 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

<sup>291</sup> Brief van de EOE aan de CTO van 1 maart 1982; Notitie van de bespreking van Van Praag-Sigaar met Westerterp van 19 februari 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.

<sup>292</sup> Bevers in de CTO-vergadering van 22 maart 1982. NA MvF (1889) 1954-1995: 362.



*violations by exchange members against EOE rules. The public is never involved.*”<sup>293</sup> De CTO, alsmede het Ministerie van Financiën en de VvdE, zien dit anders. Hier worden de limieten juist gezien als een middel om de externe gevolgen van de optiehandel te beperken. De partijen gaan zo feitelijk uit van verschillende opvattingen over het risico van de optiehandel. Het risico van de optiebeurs wordt door de toezichthouders en de VvdE vooral gedefinieerd als de potentiële verstoring van de effectenhandel. De positielimieten zorgen in deze optiek ervoor, dat de connectie met de onderliggende waarden gehandhaafd blijft, en er een limiet van kracht blijft voor het aantal opties dat gecreëerd kan worden. De EOE-actoren letten in dit verband vooral op de interne (bedrijfsmatige) marktrisico’s die gevormd worden door de handel van de marktpartijen binnen het beurssystem. En deze risico’s konden weer prima gecontroleerd worden door middel van het clearingsysteem (interview met T. Westerterp). Sommige bestuursleden van de EOE interpreteren de toegenomen aandacht van de Commissie voor de ‘interne zaken’ van de beurs zelfs heel anders. Hier ontstaat namelijk het vermoeden, dat “(..) *The Supervisory Committee [de CTO] - and the Ministry of Finance-wants [sic] a much stricter control on [sic] the securities business.*”<sup>294</sup> Inderdaad leiden de perikelen rondom de positielimieten tot vragen met betrekking tot de gepercipieerde risico’s van de optiehandel en de wijze waarop zelfbestuur en –regulatie daarin een rol moeten spelen. Het secretariaat van de CTO geeft bijvoorbeeld aan, dat de Commissie “de formele bevoegdheid [heeft] zich met de limietvaststelling in te laten indien zij van oordeel is dat het met het oog op de handhaving van de integriteit van de markt niet verantwoord is deze vaststelling aan de E.O.E. ter eigen beoordeling te laten.”<sup>295</sup> Deze ‘integriteit van de markt’ wordt door de Commissie daarbij vooral gezien in termen van de beïnvloeding door de optiebeurs op de effectenbeurs.

Ook de verbanden tussen marktpartijen van beide beurzen wordt namelijk problematisch, vooral wanneer het de connectie tussen een hoekman en een market maker betreft. Steeds vaker blijkt namelijk, dat een aan een hoekmansbedrijf gelieerde market maker zijn posities tegen gunstigere voorwaarden kan indekken dan een zelfstandig opererende collega. Bovendien bestaat de mogelijkheid, dat een hoekman het informatievoordeel dat hij heeft door het inzicht in het orderboek van een bepaald fonds, door kan geven aan de market maker. Wanneer er voldoende concurrentie is tussen market makers is een dergelijke connectie voor de totstandkoming van de koersen in feite geen groot probleem. Integendeel, de *quotes* kunnen zelfs scherper geprijsd worden. Wel is er sprake van

---

<sup>293</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 21 juni 1984. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>294</sup> Ibid. De discussie over de positielimieten gaat derhalve ook na 1982 door. De overtredingen liggen vooral bij de obligatie-opties, waar meestal maar twee of één market maker(s) actief zijn. Maar ook bij aandelenopties blijft de combinatie van een gering aantal market makers en de gestegen handelsvolumes regelmatig voor problemen zorgen. Er komen verschillende voorstellen om deze problemen op te lossen, waarvan het instellen van zogenaamde *Assigned Market Makers* (AMM) er één van is. Deze market makers zouden onder bepaalde voorwaarden met hogere positielimieten mogen handelen.

<sup>295</sup> Secretariaat van de CTO, ‘Notitie t.b.v. de voortgezette behandeling van het verzoek van de E.O.E. tot verhoging van de limieten bij valuta-opties’, 16 oktober 1984. Het secretariaat geeft aan, dat limieten op valuta-opties “niet-doenlijk” zijn, maar dat men ook “zonder meer aarzelingen [heeft] om de E.O.E. carte blanche te geven.” NA MvF (1889) 1954-1995: 364.

concurrentievervalsing voor andere, onafhankelijke market makers. Bovendien is er wel een probleem met betrekking tot de koersvorming wanneer er, zoals op een bepaald moment bij de opties op staatsobligaties het geval is, slechts één market maker actief is die ook nog een band heeft met een hoekmansbedrijf.<sup>296</sup> Uiteindelijk wordt besloten om een commissie in te stellen onder voorzitterschap van de oud-voorzitter van de EOE, Ernst Lemberger, om de verbanden tussen hoeklieden (*specialists* in het Engels) en market makers te onderzoeken.<sup>297</sup> De commissie concludeert, dat de optiehandel wel invloed heeft op de handel op de effectenbeurs, maar dan in de zin van een verruiming van de handel en een meer reële koersvorming: er is geen sprake van beïnvloeding in de zin van koersmanipulatie. De omzetten zijn te groot om door één lid beïnvloed te worden, en bovendien zou – zo stelt de commissie – ongewenst gebruik van de relatie tussen hoekman en market maker “bijzonder snel aan het licht komen in de Amsterdamse verhoudingen.”<sup>298</sup> Hoewel er geconstateerd wordt, dat “onoirbare [sic] beïnvloeding” wél een rol speelt wanneer er maar één market maker is (vergelijk de situatie bij obligatie-opties), gaat het rapport voornamelijk over de ‘institutionele relatie’ tussen beide beurzen. Vooral het ontbreken van samenwerking vindt de commissie spijtig: “De EOE heeft van de Vereniging als het ware nog geen volledige erkenning als een beurs, die zich niet hoeft te bewijzen. De EOE wordt teveel benaderd als een concurrent van de effectenbeurs in plaats van een zusterinstelling met een nuttige functie (...).”<sup>299</sup> De aanbevelingen in het rapport hebben dan ook vooral betrekking op het vergroten van de onderlinge samenwerking, zowel op bestuurs- als op marktniveau, en het gelijktijdig bekendmaken van bedrijfsnieuws op de effectenbeurs en de optiebeurs. Het rapport van de Commissie Lemberger is voor de CTO een teleurstelling. Men is binnen de toezichthoudende Commissie tot de conclusie gekomen dat een kwantitatief onderzoek naar de wederzijdse beïnvloeding van optiebeurs en effectenbeurs wenselijk is. Dit onderzoek moet daarbij volgens de Commissie vooral dienen voor het vaststellen van objectieve criteria voor de hoogte van de positielimieten. Het uitgangspunt is daarbij, dat er geen sprake mag zijn van beïnvloeding van de optiebeurs op de onderliggende waarden.<sup>300</sup> De EOE plaatst vraagtekens bij de wenselijkheid van een dergelijk onderzoek, en is dan ook niet bereid mee te betalen aan de inmiddels aan de Erasmus Universiteit uitbesteedde studie.<sup>301</sup> Vanuit de effectenbeurs en de VvdE wordt, in het inmiddels opgerichte overlegorgaan van het *Joint Executive Committee*, echter ook aangestuurd op aandacht

---

<sup>296</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 17 december 1981. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1.

<sup>297</sup> Bestuursvergadering van de EOE van 21 juni 1984. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:1. De commissie wordt op 20 augustus van dat jaar ingesteld “ter bestudering van de samenhang tussen de effectenhandel en de optiehandel, en de mogelijke ongewenste beïnvloeding over en weer”, en telt drie leden van de EOE en drie van de effectenbeurs.

<sup>298</sup> Rapport van de commissie Lemberger, behandeld in de bestuursvergadering van de EOE van 14 februari 1985. Archief Stichting VvdE/Beursarchief 010:2.

<sup>299</sup> Ibid.

<sup>300</sup> Brief van de CTO aan de EOE van 11 februari 1985. De Commissie vond de voorstellen van de EOE zelf, die vooral met de nieuwe limieten voor de *Assigned Market Makers* te maken hadden, “te subjectief”. CTO, ‘Notitie inzake de verhoging van positielimieten voor (*assigned*) market makers in aandelen-optieklassen’, februari 1985. NA MvF (1889) 1954-1995: 364.

<sup>301</sup> Brief van de EOE aan de CTO van 27 februari 1985. NA MvF (1889) 1954-1995: 364.

voor de beïnvloeding door de optiebeurs. B.F. van Ittersum geeft aan (interview met B.F. van Ittersum):

“Dan kom je dus op het grote thema, dat vandaag de dag ongelofelijk actueel is. Wij zeiden: er moet wel een redelijke verhouding zijn tussen onderliggende waarde en de derivatenmarkt, want anders gaat dat mis. (..) Dat was uiteindelijk het thema voor de effectenbeurs. De optiebeurs wilde daar helemaal niets van weten. Want het kon er alleen maar toe leiden, dat er grenzen zouden worden gesteld aan de handel daar. Ze hadden dus een heel andere benadering. Ik ben hier begonnen met de maatschappelijke betekenis, de economische betekenis van de effectenbeurs te benadrukken. (..) Het moet goed gereguleerd zijn, er mogen geen ongelukken gebeuren. Terwijl de optiebeurs, dat ging om volume draaien, hoe meer hoe beter. En hoe meer volatiliteit hoe beter, terwijl wij zeiden: volatiliteit, dat schrikt de beleggers af (..) Het is een totaal andere cultuur.”

## **5. Conclusie**

Hoewel de commissie Lemberger niet diep ingaat op het aspect van voorwetenschap wordt wel steeds meer duidelijk, dat hier een nieuw probleemgebied ontstaat. Nederland heeft als één van de weinige landen in het begin van de jaren tachtig nog geen wetgeving die het gebruik van voorwetenschap strafbaar stelt. Mede door de invloed van de optiebeurs komen langzamerhand praktijken aan het licht, die zonder meer als ‘handelen met voorkennis’ aan te merken zijn (vergelijk het citaat uit het interview met U. Doornbos). Doordat duidelijk wordt dat de wetgever een nieuwe effectenwet in voorbereiding heeft, zoeken beide beurzen steeds meer toenadering tot elkaar om gezamenlijk tot een stelsel van interne regels met betrekking tot misbruik van voorkennis te komen, om zo een al te stringente wetgeving te voorkomen. Aangezien het hier om een gevoelig onderwerp gaat, en de informatie in de archieven op dit gebied vaak summier is, ben ik helaas niet in staat geweest de precieze mechanismen waarmee deze handel plaatsvond, te achterhalen. Hier ligt dus duidelijk een behoefte aan verder onderzoek.

Samen met de behandeling van de ontwikkeling van de EOE als interne markt in hoofdstuk 3, kan de in dit hoofdstuk beschreven ontwikkeling van de tweede fase van de EOE als externe institutie gecombineerd worden om een duidelijker inzicht te verkrijgen in de manier waarop de ontwikkeling van de EOE het financiële veld in Nederland beïnvloed heeft. Zo blijkt in de discussie over de mogelijkheid en de toelaatbaarheid van goud-opties, dat de EOE-actoren al snel tot de conclusie komen dat al hetgeen clearingtechnisch mogelijk is, ook in principe als optie geconstrueerd kan worden. Aangezien de CTO haar toezichtstaak ook langs deze lijnen definieert, moet ook zij tot de conclusie komen dat goud-opties binnen het EOE-systeem niet principieel verschillen van aandelenopties. Hiermee ‘importeert’ de CTO gedeeltelijk het raamwerk van de EOE als zijnde equivalent aan de optiehandel, aan het ‘vak van de optiehandel’ (interview met G. Okkema) in haar argumentatie. Dit suggereert dat de EOE al in belangrijke mate geïnstitutionaliseerd raakt in het financiële veld. De CTO is in die hoedanigheid tevens de toegang van de optiebeurs binnen de afdelingen van het Ministerie van Financiën, zodat een nevengevolg van de CTO is, dat ze in dit opzicht als institutionele link fungeert. Bovendien ontwikkelt zich op het Ministerie een perceptie, die

het belang van de optiebeurs voor de mogelijkheden van Amsterdam om zich als internationaal financieel centrum staande te houden in de steeds feller wordende internationale concurrentiestrijd onderstreept. Voor het Ministerie is de EOE dus al relatief snel een min of meer vast gegeven binnen het financiële veld. Natuurlijk kan beargumenteerd worden, dat dit logischerwijze het gevolg is van het opzetten van een nieuwe beurs waarop toezicht wordt uitgeoefend. Toch suggereert het feit, dat DNB zelfs in 1984 (!) de EOE nog niet ziet als een *representative body* voor de contacten met de Bank dat dit niet vanzelfsprekend is.

Tegelijkertijd wordt de positie van de EOE als aandelenoptiebeurs door de ontwikkelingen langzaam veranderd in die van 'optiebeurs' of 'termijnoptiebeurs'. De legitimatie van deze verschuiving wordt niet alleen gevonden in de definitie van een optie als een 'EOE-optie' (met de nadruk op de functie van het clearingsysteem) en de tegenvallende omzetten, maar ook in de ontwikkelingen in het buitenland. Allereerst stuit de uitbreiding naar opties op buitenlandse aandelen op allerlei barrières die in Europa vooral nationaal gedefinieerd zijn. Maar daarnaast zijn er ook ontwikkelingen, met name op de termijnmarkten in de Verenigde Staten, die in meer positieve zin uitgelegd kunnen worden om de legitimiteit van het veranderende karakter van de EOE te ondersteunen. Zo presenteert Scholten de plannen voor de nieuwe produkten bij de CTO als zijnde weliswaar afwijkend van het oorspronkelijke aandelenoptiebeurs-karakter, maar wel aansluitend bij de ontwikkelingen in de Amerikaanse termijnhandel.<sup>302</sup> Langzaam wordt de rol van de EOE als stimulans voor de aandelenhandel veranderd in een meer zelfstandige, onafhankelijke gedefinieerde rol passend bij een afzonderlijke institutie. In deze lijn past ook de actieve rol die de EOE zelf speelt bij het definiëren van 'de optiebelegger'. Het geven van optie-educatie aan het publiek wordt een belangrijk element van de cognitieve pijler van de extern gerichte institutionalisering van de optiehandel als belichaamd door de EOE.

Steeds duidelijker komen ook de verschillen tussen optiebeurs en effectenebeurs aan het licht. De EOE definieert zichzelf steeds meer als een bedrijf met een produkt. Dit produkt is, anders dan de 'beleggingen' waarin op een effectenbeurs gehandeld wordt (interview met B.F. van Ittersum) relatief eenvoudig reproduceerbaar, zelfs in een internationale context. Wanneer immers de clearing in vergaande mate geroutiniseerd wordt, en beursvloeren op verschillende locaties door deze *calculative spaces* met elkaar verbonden kunnen worden, ontstaat er een hele nieuwe ruimte voor de uitbreiding van de optiehandel.

---

<sup>302</sup> Scholten in de vergadering van de Commissie van Toezicht op de Optiehandel van 8 februari 1979. NA MvF (1889) 1954-1995: 359.

## Conclusie

---

### 1. Samenvatting en conclusie

In deze scriptie heb ik geprobeerd de ontwikkeling van de optiebeurs in Nederland te beschrijven en te analyseren binnen het raamwerk van een aantal theoretische concepten uit de economische sociologie. In de hoofdstukken 2 tot en met 4 lag de nadruk daarbij op een historisch-empirische schets van de belangrijkste gebeurtenissen tijdens het ontstaan van de optiebeurs, gepresenteerd in het ordenend kader van Weber's onderscheid tussen een markt in interne- en externe zin. Hoewel ik Bourdieu's uitspraak dat "al het sociologische historisch is, en al het historische sociologisch" gedurende het gehele onderzoek in het achterhoofd heb gehouden, is deze scriptie uiteraard geen volledige geschiedenis van de ontwikkeling van de Amsterdamse optiebeurs (zelfs niet alleen voor de gekozen periode). De probleemstelling ging over het vinden van een verklaring voor de institutionalisering van de optiehandel in Nederland in de vorm van een optiebeurs, de EOE. Het is nu tijd om deze probleemstelling terug te koppelen aan de concepten die in het eerste hoofdstuk besproken werden, en de ontwikkeling van de optiemarkt wat verder te analyseren. Hoewel in de vorige vier hoofdstukken op verschillende plaatsen de contouren van een economisch-sociologische interpretatie al geschetst zijn, zou ik deze in dit laatste hoofdstuk iets verder willen uitwerken.

Zoals in het eerste hoofdstuk aangegeven werd, is gekozen voor een theoretische invalshoek gebaseerd op het werk van Fligstein (2001), aangevuld met andere bijdragen uit de *new economic sociology* en de neo-institutionele literatuur. Daarbij heb ik de 'financiële wereld' in Nederland gekozen als het veld waarin de ontwikkeling van de EOE heeft plaatsgevonden. Daarmee heb ik de veronderstelling gemaakt dat de ontwikkeling van de ideeën over een georganiseerde optiehandel in Nederland geïnterpreteerd kunnen worden door de constellatie van dit veld in het begin van de jaren zeventig te bestuderen, en vervolgens te bekijken hoe de institutionalisering van de optiehandel in de vorm van een EOE binnen dit veld heeft plaatsgevonden. 'Externe factoren' en ontwikkelingen 'buiten' dit veld (zoals de veranderende internationaal-economische situatie en het succes van met name de CBOE) werden door de actoren geïnterpreteerd in de logica van het veld, en speelden in die vorm een rol bij de institutionalisering van de EOE. De invloed van deze globale processen was ook aanwezig in andere Europese financiële centra zoals Londen, Parijs en Frankfurt. Toch wordt de ontwikkeling van de handel in gestandaardiseerde opties het eerst in Amsterdam gestart, en ook in Amsterdam als eerste succesvol voltooid. In deze scriptie heb ik geprobeerd om een aantal verklaringen hiervoor aan te dragen. De ontwikkeling van de EOE kan niet los gezien worden van de samenstelling van het Nederlandse financiële veld zoals dit gevormd was door de jarenlange processen van vóór 1974. Ten

eerste waren een aantal technische zaken in Amsterdam voldoende ontwikkeld om te dienen als fundament voor de optiebeurs. Hieronder vallen de vorderingen op het gebied van de girale levering van effecten, de KasAssociatie als 'huisbank' voor de effectensector en de centrale effectenclearing. Daarnaast was de kas van de VvdE als professionele organisatie goed gevuld door het in 1966 genomen besluit om extra bedragen te reserveren voor nieuwe ontwikkelingen. Verder leidden de ervaringen van een aantal marktpartijen met de premiehandel, en de goede contacten in de Verenigde Staten, er toe dat voldoende actoren geïnteresseerd raakten in de optiehandel zoals die in Chicago plaatsvond.

Ten tweede waren er goede contacten met de toezichthoudende autoriteiten, die in het financiële veld een zeer belangrijke rol spelen. De VvdE had een respectabele positie verworven in de overlegstructuren van de Nederlandse economie, en de institutionele entrepreneurs van de optiebeurs beseften bovendien het belang van een goed toezicht op de nieuwe beurs. Door al in een vroeg stadium de dialoog met DNB en vooral het Ministerie van Financiën aan te gaan, kon er in wederzijds overleg en vertrouwen gewerkt worden aan de regels van- en het toezicht op de optiemarkt. Het goede contact stelde de actoren ook in staat om al in een vroeg stadium de associatie van opties met gokken tegen te gaan. De strategie die hierbij aanvankelijk gevolgd werd, bestond voornamelijk uit het zoveel mogelijk koppelen van het Amsterdamse project aan de als succesvol beschouwde CBOE. Verder kon er gewezen worden op de al veel langer bestaande handel in premie-affaires. Opties konden gepresenteerd worden als een gestandaardiseerde voortzetting van deze instrumenten, waardoor een al enigszins geïnstitutionaliseerde praktijk gebruikt kon worden als onderdeel van constructie van de optiemarkt. Het hinderde daarbij niet dat er juist vanuit deze hoek aanvankelijk weerstand was tegen de optiemarkt. Daarnaast kon de rol van opties bij het afdekken van risico's benadrukt worden, waardoor opties als (mits op de juiste manier gebruikt) zeer nuttige instrumenten gepresenteerd konden worden. Dit combineren van verschillende bestaande routines en handelingen zodat ze kunnen dienen als een fundament voor een nieuwe institutie zou als een evolutionair proces beschreven kunnen worden, en de ontwikkeling van de EOE is in een dergelijke benadering een logisch gevolg van het samenkomen van deze historische processen. Alleen terugkijkend, met de kennis van de huidige situatie in het achterhoofd, is het revolutionaire karakter van de optiehandel dan evident. Toch zou dit niet correct zijn. Er is ook wel degelijk een externe impuls nodig om de ontwikkelingen in gang te zetten. Het gaat er dan om hoe de actoren in het veld deze factoren interpreteren, combineren en gebruiken om de institutionalisering in gang te zetten. Hiermee sluit ik aan bij wat Schneiberg (2007) een 'internal structuralist approach' noemt: actoren kunnen elementen van een institutioneel pad die niet tot volledige wasdom zijn gekomen gebruiken om nieuwe paden in te slaan.

Eén van die nieuwe paden was de ambitie om een Europese beurs op te zetten. Maar op dit traject werd de nodige tegenwerking ondervonden, zowel van beursbesturen als van marktpartijen. Het onderscheid tussen gokken en speculeren, of liever gezegd, de interpretatie daarvan binnen

verschillende geografische rechtsgebieden, speelt ook een rol bij de vorming van de Europese dimensie van het project. Het goede contact met de financiële autoriteiten in Nederland draagt er toe bij, dat ze voortdurend op de hoogte zijn van de vorderingen en nergens voor verrassingen komen te staan, iets wat in andere, evenzeer liberale maar minder contactintensieve toezichtregimes nog wel eens het geval wil zijn (Lütz 2000: 252). Hoewel de wetgeving met betrekking tot gokken (en dan vooral de afdwingbaarheid van gokschulden in rechte) in de verschillende Europese landen vergelijkbaar is, wordt dit in Nederland pas als een probleem gezien tijdens de introductie van de indexopties. In andere landen zoals Duitsland en Groot-Brittannië is men wat dat betreft in het begin veel terughoudender ten opzichte van de optiehandel.

Overheden en toezichthouders blijken daarnaast vaak gevoelig te zijn voor het argument van ‘de ontwikkeling van het internationale financiële centrum’ of een variant daarvan. In het kader van de Eurodollarmarkt in London schrijft Cassis (2006) bijvoorbeeld:

*“[The] positive attitude on the part of the British monetary authorities played a decisive role in the success of the Eurodollar market in London. It was clearly dictated by the intention of promoting the City’s position as an international financial centre – a goal that overrode any fears aroused by this new product (...)”*.<sup>303</sup>

Een dergelijk mechanisme kan ook waargenomen worden in Amsterdam. De precieze redenen van overheden om zoveel waarde te hechten aan een internationaal financieel centrum binnen de landsgrenzen – een substantiële bijdrage aan het BBP, internationaal aanzien, macht, invloed op het internationale politiek en kapitaalstromen – vallen buiten het bestek van deze scriptie, maar de vervlechting van politieke- en financiële actoren in de globale financiële centra is zeker een gebied waarop verder onderzoek vruchtbaar zou kunnen zijn. In het onderhavige werkstuk is een summier beeld gegeven van het interactieproces op dit niveau, hetgeen een aanzet zou kunnen zijn voor dergelijk onderzoek. Daarbij speelt naast het meer objectieve belang van een stad als financieel centrum ook de subjectieve dimensie van de perceptie van de financiële elite zelf een belangrijke rol (Schmidt en Grote 2005). In het geval van de optiebeurs waren de Britse autoriteiten namelijk helemaal niet zo enthousiast over de plannen van de sector. Maar ook de LSE zelf had bedenkingen. Het is bijvoorbeeld opmerkelijk, dat de *Council* van de Stock Exchange in Londen de implicaties van een internationaal opererende optiebeurs juist trachtte te vermijden. Een behoudende zienswijze en het belang dat gehecht werd aan zelfregulatie lijken hier in belangrijke mate verantwoordelijk voor te zijn. De LTOM werd dan ook sterk gekoppeld aan de aandelenbeurs. In Amsterdam stond de optiebeurs daarentegen al snel los van de effectenbeurs, in ieder geval voor wat betreft de presentatie naar buiten toe en de organisatorische beslissingen. Bovendien werd de optiebeurs juist bewust als een internationale organisatie opgezet. Het gevaar dat opties geassocieerd zouden worden met gokken, en

---

<sup>303</sup> Cassis (2006), p. 223.

het belang dat ook in het CBOE-systeem aan de bescherming van de particuliere belegger werd gehecht, zorgden bovendien voor een nieuwe benadering van de marktstructuur. Niet alleen was het handelssysteem volledig verschillend van dat van de aandelenbeurs, ook de handelsregels en het toezicht zetten nieuwe maatstaven. Het beursbestuur was daarbij zelf ook actief met het aankaarten van een vorm van toezicht bij het Ministerie van Financiën. Men beseftte, dat een vorm van overheidstoezicht voor een zo delicate handel als de optiehandel alleen maar positief zou zijn voor het opbouwen van het vertrouwen in de nieuwe instrumenten. Het belang van de ondersteunende functie van de overheid komt het duidelijkst aan het licht bij de (her)introdactie van indexopties in 1987. Zonder de expliciete steun van de overheid (in de vorm van een wetwijziging ten behoeve van het in rechte afdwingbaar maken van de overeenkomsten voortvloeiend uit de nieuwe opties) zouden deze instrumenten zelfs niet zondermeer verhandeld kunnen worden. De conclusie die ik uit de analyse van de gegevens trek is, dat deze regulatieve vernieuwingen in eerste instantie vooral een culturele basis hebben. Ze komen voort uit het streven om van opties een geaccepteerd beleggingsprodukt te maken dat door iedere verstandige belegger gebruikt kan worden, zonder dat zij daarbij als ‘speculant’ of ‘gokster’ bestempeld wordt. Daarna zijn concurrentie-overwegingen een steeds grotere rol gaan spelen.

Het betrekken van vooral particuliere beleggers bij de optiehandel, door de beurs actief te promoten en beleggers ‘optie-educatie’ te geven, voegt ook een nieuwe (cultureel-cognitieve) dimensie toe aan het financiële veld, en is ook één van de kenmerken van het in deze scriptie bestudeerde institutionaliseringsproces. Door de kennis over opties van het belegend publiek te vergroten, en de EOE te presenteren als de plaats waar opties (als produktklasse) op een correcte en betrouwbare manier gewaardeerd worden, ontstaat de publieke kennis die uiteindelijk zo belangrijk is voor de liquiditeit op een markt. Onder druk van hun cliëntèle moeten de banken bovendien vervolgens serieus werk gaan maken van hun optieafdelingen, waardoor langzaam een zelfversterkend effect ontstaat. De introductie van nieuwe optieklassen buiten aandelen zorgt er bovendien voor, dat telkens weer andere grenzen van de definitie van opties opgezocht worden. Met de kennis over optieclearing als fundament kunnen de epistemologische bakens over opties steeds verder verzet worden, in een richting die steeds meer tendert naar virtualisatie: van concrete aandelen naar indices die bij uitoefening van de optie niet meer fysiek geleverd kunnen worden. Naarmate de EOE verder gevestigd wordt in het financiële veld, biedt de beurs als raamwerk voor de optiehandel meer mogelijkheden om steeds abstractere constructies te ontwikkelen.

Ik hoop in deze scriptie een bescheiden bijdrage te hebben geleverd aan het identificeren van de factoren die van belang zijn bij het ontstaan en de ontwikkeling van nieuwe instituties in het financiële veld. Teneinde deze factoren wat duidelijker in kaart te brengen heb ik een onderscheid gemaakt tussen twee manieren waarop markten als instituties gezien kunnen worden door marktpartijen en uitwerkingen hebben voor de betrokken actoren. In navolging van Weber heb ik namelijk gekeken



naar de externe- en interne dimensie van een markt. Daarmee is echter nog niets gezegd over de specifieke invulling van deze dimensies. Ik zou in dit hoofdstuk een poging hiertoe willen wagen aan de hand van de indeling van Scott (2001). Scott brengt namelijk een bruikbaar onderscheid aan tussen drie pijlers van instituties. Hij onderscheidt achtereenvolgens een regulatieve-, een normatieve- en een cultureel-cognitieve pijler (Scott 2001: 51 e.v.). De regulatieve pijler van instituties wordt voornamelijk gevormd door regels en wetten, en het toezicht op de naleving van deze regels dat ondersteund wordt door een systeem van sancties. De normatieve pijler bestaat uit meer impliciete regels (normen) die vaak neergelegd zijn in rollen. De cultureel-cognitieve pijler tenslotte, omvat de gedeelde systemen waarmee betekenis gegeven wordt aan gebeurtenissen en de wijze waarop zaken als vanzelfsprekend worden gezien. Hoewel er een gevaar van over-determinatie bestaat door alle drie de pijlers te gebruiken om de institutionalisering van de optiehandel te verklaren, waag ik op deze plaats toch een poging. Door de pijlers te koppelen aan de twee verschijningsvormen van een markt van Weber hoop ik namelijk aan te kunnen geven, dat het relatieve belang van een bepaalde pijler per dimensie verschilt. De institutionalisering van de EOE als markt in externe zin rust in die redenering voornamelijk op een cultureel-cognitieve pijler, zoals ik hierboven geprobeerd heb aan te geven. De voornaamste actoren die hierbij betrokken waren, waren toezichthouders en beleggers.

Voor de legitimatie van de optiebeurs binnen het financiële veld zelf spelen culturele variabelen ook een belangrijke rol, maar hier wordt door de actoren toch vooral teruggegrepen op een normatieve logica. Hierbij werd de EOE geplaatst in het kader van een effectenbranche die altijd al voor vernieuwing open stond en ook altijd al internationaal georiënteerd was. Bovendien paste de ontwikkeling van de optiebeurs binnen de vernieuwingen en uitbreiding van de activiteiten die door het VvdE-bestuur al in 1966 als gewenst gekenmerkt werden.

Voor de markt in interne zin is vooral in het begin de regulatieve pijler belangrijk. De manier waarop het EOE-bestuur en de directie de culturele- en normatieve restricties -die door de externe ontwikkeling van de EOE aangegeven worden- vertaalt naar de regels en toezichtsvormen die gelden op de markt zelf leggen een nieuwe handelstechnologie vast. De manier waarop marktpartijen – Public Order Members, Floor Brokers, Market Makers, Clearing Members, beursmedewerkers en mensen van de clearing organisatie- vervolgens invulling geven aan deze technologie, heeft via normatieve- en culturele variabelen weer gevolgen voor de verhoudingen binnen het financiële veld die verder gaan dan puur de optiehandel zelf. De inzet van de ‘strijd’ in een veld is namelijk niet alleen de vorm van kapitaal die dominerend is in het veld, maar vooral ook welke interpretatie van de regels dominant wordt (Martin 2003: 23). De komst van de EOE in het veld van de effectenhandel heeft dit veld ontegenzeggelijk ingrijpend veranderd. De opkomst van particuliere beleggers, de teloorgang van de traditionele bankier met een heel andere visie op effectenhandel dan de optiebedrijven en handelaren die in Amsterdam neerstreken, en de geforceerde nieuwe openheid van de aandelenbeurs (die uiteindelijk nieuwe procedures moest doorvoeren als gevolg van de optiehandel) zijn enkele veranderingen die teruggevoerd kunnen worden op de komst van de gestandaardiseerde optiehandel.

Zo lijkt het er op, dat door de institutionalisering van de optiehandel als normaal beschouwde processen op de aandelenbeurs bloot werden gelegd die op een bepaald moment als problematisch werden gezien. Uiteindelijk draagt dit mede bij aan de ontwikkeling van een uitgebreider toezicht op de financiële markten in Nederland in de vorm van de Stichting Toezicht Effectenwezen (STE). Het gaat misschien niet te ver om te stellen, dat de derivaten/optiehandel zich in de jaren tachtig snel ontwikkelde tot een apart deelveld waarvan de effecten in steeds meer sectoren voelbaar werden.

## **2. Verder onderzoek**

Een bescheiden onderzoek als dit wijst al vrijwel meteen in een aantal richtingen waarin verder onderzoek vruchtbaar zou kunnen zijn. Zo is al aangegeven, dat de rol van toezichthouders in het financiële veld verder onderzocht moet worden. Vooral een vergelijking tussen de regimes in verschillende landen zou daarbij vruchtbaar kunnen zijn. Daarnaast is gewezen op de lokale dimensie van globale processen. Het verhaal over de ontwikkeling van financiële markten, en beurzen in het bijzonder, is er één over steden. In deze scriptie heb ik omwille van de volledigheid en variatie ook gesproken over ‘de optiehandel in Nederland’, of ‘de Nederlandse optiebeurs’, maar dit wordt door de actoren zelf nauwelijks gedaan. Het gaat om de Amsterdamse handel, en over de relaties met andere steden zoals Chicago, Philadelphia, Vancouver, Londen, Parijs of Sydney. De netwerken die gevormd worden zijn netwerken tussen steden. Hier en daar is wel gewezen op de lokale verschillen tussen de effecten- en optiehandel in de verschillende financiële centra, maar van een uitgebreide analyse is geen sprake geweest. Ook heb ik niet gekeken naar de uitwerking van de vestiging van een optiebeurs op de daadwerkelijke positie van Amsterdam als internationaal financieel centrum, en de rol van kennisgemeenschappen binnen een dergelijk centrum. Alfred Marshall (1947: 271) schreef: *When an industry has (...) chosen a locality for itself, it is likely to stay there long; so great are the advantages which people following the same skilled trade get from near neighbourhood to one another.* Deze clusteringeffecten zijn op deze plaats niet onderzocht. De behandeling van de institutionalisering van de EOE is namelijk vrij eenzijdig gericht geweest op de beurs en het beurssysteem. Er is weinig tot geen aandacht besteed aan de gevolgen van de optiebeurs voor de organisaties die gelieerd waren aan de EOE, zoals banken en commissionairs.

Terugkijkend vanaf 2008 op de ontwikkeling van Amsterdam als financieel centrum na 1987 is het wel opvallend dat de stad haar voortrekkersrol die ze ten tijde van de start van de EOE ontegenzeggelijk vervulde, voor een groot deel kwijtgeraakt is. De verplaatsing van de beslissingsbevoegdheden (na de beurzenfusies waarbij de Amsterdamse beurs opging in Euronext en vervolgens NYSE Euronext) op een groot aantal terreinen naar Londen, Parijs en New York wordt door veel mensen (inclusief de mensen die ik geïnterviewd heb) betreurd. Een volledige analyse van de redenen van deze relatieve terugval valt echter buiten het bestek van deze scriptie.

Tevens is de interactie tussen handelaren op de beursvloer onderbelicht gebleven, hoewel dit in veel onderzoeken binnen de *social studies of finance* wel een belangrijke rol speelt. Ter verdediging zou ik

willen aanvoeren, dat mechanismen zoals de *performativity* van economische theorieën of de agency van technologische artefacten alleen kunnen werken binnen de zeer specifieke organisatie van een beurs. Dit wordt overigens door MacKenzie (2006) niet ontkend, maar de expliciete aandacht voor de sociologische processen die binnen een financieel veld werkzaam zijn en bij de constructie van financiële markten een rol spelen is hopelijk een vruchtbare alternatieve manier om financiële markten te bestuderen.

## Lijst van geraadpleegde literatuur

- Abolafia, M., 1996, *Making Markets: Opportunism and Restraint on Wall Street*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Adler, P. en P. Adler (red.), 1984, *The Social Dynamics of Financial Markets*, JAI Press, Greenwich, CT.
- Aliber, R., 1984, 'International Banking: A Survey', *Journal of Money, Credit and Banking* 16(4) part 2: Bank Market Studies, p. 661-678.
- Allen, F., en D. Gale, 1990, 'Incomplete Markets and Incentives to Set Up an Options Exchange', *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory* 15 (1), p. 17-46.
- Ankum, L., en A. Kemna, 1990, *Inleiding in de Optietheorie*, Academic Service, Schoonhoven.
- Arnodi, J., 2004 'Derivatives: Virtual Values and Real Risks', *Theory, Culture & Society* 21(6), p. 23-42.
- Amin, A., en N. Thrift, 2007, 'Cultural-economy and Cities', *Progress in Human Geography* 31(2), p. 143-161.
- Baker, W., 1984, 'The Social Structure of a National Securities Market', *American Journal of Sociology* 89, p. 775-811.
- Bangert & Co., 1978, *Wat kunt u doen met Aandelenopties?*, Commissionairsbedrijf F. Bangert & Co., Amsterdam.
- Banner, S., 1998, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots 1690-1860*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Barley, S., en P. Tolbert, 1997, 'Institutionalization and Structuration: Studying the Links between Action and Institution', *Organization Studies* 18 (1), p. 93-117.
- Beckert, J., 2007, 'The Social Order of Markets', *MPIfG Discussion Paper* 07/15.
- Beckert, J., R. Diaz-Bone en H. Ganßmann (red.), 2007, *Märkte als Soziale Strukturen*, Campus Verlag, Frankfurt am Main.
- Berkel, S. van, 2008, 'Future of Finance', column op de website van De Financiële Telegraaf, <http://www.telegraaf.nl/dft/goeroes/semvanberkel/article/2602790.ece>.
- Benos, A., en M Crouchy, 1996, 'Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets', *Financial Analysts Journal* 52 (3), p. 37-50.
- Bernanke, B., 1990, 'Clearing and Settlement during the Crash', *The Review of Financial Studies* 3 (1), p. 133-151.
- Beutick, F., 2008a, *25 Jaar AEX*, NYSE Euronext-Stichting Vereniging voor de Effectenhandel/ Sonsbeek Publishers, Amsterdam/ Arnhem.
- Beutick, F., 2008b, *Dertig Jaar Optiebeurs: 3 decennia, 3 locaties*, Stichting Vereniging voor de Effectenhandel, Amsterdam.

- Beunza, D., I. Hardie en D. MacKenzie, 2006, 'A Price is a Social Thing: Towards a Material Sociology of Arbitrage', *Organization Studies* 27 (5), p. 721-745.
- Black, F. en M. Scholes, 1973, 'The Pricing of Options and Corporate Liabilities', *Journal of Political Economy* 81, p. 637-654.
- Bliss, R., en R. Steigerwald, 2006, 'Derivatives clearing and settlement: A comparison of central counterparties and alternative structures', *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, vierde kwartaal 2006.
- Blyth, M., 2003, "The Political Power of Financial Ideas: Transparency, Risk and Distribution in Global Finance", in Kirshner, J. (red.), *Monetary Orders, Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, Cornell University Press.
- Bookbinder, A., 1976, *Security Options Strategy: How to make money in any market- reducing risk and increasing profits*, Programmed Press, Elmont.
- Bookstaber, R., 2007, *A Demon Of Our Own Design*, John Wiley, Hoboken.
- Borchardt, K., m.m.w. van C. Meyer Stoll (red.), 1999, *Max Weber Börsenwesen Schriften und Reden 1893-1898*, 1. und 2. Halbband, Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Bourdieu, P., 1989, *Opstellen over Smaak, Habitus en het Veldbegrip*, Van Gennep, Amsterdam.
- Brealey, R., 1976, *The Economic Justification for a Traded Options Market*, London Graduate School of Business Studies.
- Brenner, R., 1990, *Gambling and Speculation: A Theory, a History and a Future of Some Human Decisions*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Brouwer, S., 1969, *Beurs en Effectenhandel*, zesde, herziene en uitgebreide druk, J. H. de Bussy, Amsterdam.
- Bryan, D., en M. Rafferty, 2006, *Capitalism with Derivatives: a Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*, Palgrave, Houndhills.
- Callon, M., Y. Millo en F. Muniesa (red.), 2007, *Market Devices*, Blackwell, Malden en Oxford.
- Cassis, Y., 2006, *Capitals of Capital: A History of International Financial Centres 1780-2005*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Clark, G., en K. O'Connor, 1997, 'The Informational Content of Financial Products and the Spatial Structure of the Global Finance Industry', in Cox, K. (red.), *Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local*, Guilford, New York.
- Dodd, R., 2002, 'The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis', in Eatwell, J., en L. Taylor, (red.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford University Press, Oxford.
- Carrhuters, B., en A. Stinchcombe, 1999, 'The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets and States', *Theory And Society* 28, p. 353-382.
- Djelic, M., 2004, 'Social networks and country-to-country transfer: dense and weak ties in the diffusion of knowledge', *Socio-Economic Review* 2, p. 341-370.

- Epstein, G., 2005, 'Introduction: Financialization and the World Economy', in G. Epstein (red.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Fabozzi, F., F. Modigliani, F. Jones en M. Ferri, 2002, *Foundations of Financial Markets and Institutions*, derde editie, Prentice-Hall, Upper Saddle River.
- Faulconbridge, J., E. Engelen, M. Hoyler en J. Beaverstock, 2007, 'Analysing the Changing Landscape of European Financial Centres: The Role of Financial Products and the Case of Amsterdam', *Growth and Change* 38 (2), p. 279-303.
- Fligstein, N., 2001, *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First Century Capitalist Society*, Princeton University Press, Princeton.
- Flood, M., 1993, 'Two Faces of Financial innovation', in Kolb, R., *The Financial Institutions and Markets Reader*, tweede editie, Kolb Publishing Company, Miami.
- Fourcade, M., 2007, 'Theories of Markets and Theories of Society', *American Behavioral Scientist* 50 (8), p. 1015-1034.
- Freeman, C., 1982, *The Economics of Industrial Innovation*, tweede editie, Frances Pinter, Londen.
- Godechot, O., 2005, *Les Traders – Essai de sociologie des marchés financiers*, Éditions La Découverte, Paris.
- Granovetter, M., 1985, 'Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness', *American Journal of Sociology* 89, p. 481-510.
- Greenwood, R., R. Suddaby en C. R. Hinings, 2002, 'Theorizing Change: The Role of Professional Associations in the Transformation of Institutional Fields', *Academy of Management Journal* 45 (1), p. 58-80.
- Grundmann-van de Krol, C., 2007, *Koersen door de Wet op het Financieel Toezicht*, Boom Juridische Uitgevers, Den Haag.
- Guthrie, W., 1962, *A History of Greek philosophy I: The earlier Presocratics and the Pythagoreans*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Harris, L., 2003, *Trading and Exchanges –Market Microstructure for Practioners*, Oxford University Press, New York.
- Henning, C., W. Pigott en R. Scott, 1978, *International Financial Management*, McGraw-Hill.
- Hertz, E., 1998, *The Trading Crowd -An Ethnography of the Shanghai Stock Market*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Hull, J., 2006, *Options, Futures and other Derivatives*, zesde editie, Prentice-Hall, Upper Saddle River.
- Jong, de, M., 1997, *Grootmeesters van de Sociologie*, Boom, Amsterdam/Meppel.
- Kalthoff, 2005, 'Practices of Calculation: Economic Representations and Risk Management', *Theory, Culture and Society* 22 (2), p. 69-97.
- Karpik, L., 2007, *L'économie des Singularités*, Éditions Gallimard.

- Kleinfeld, S., 1993 [1983], *The Traders*, Traders Press, Greenville.
- Knorr Cetina, K., 1999, *Epistemic Cultures- How the Sciences make Knowledge*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Knorr Cetina, K., en U. Brueger, 2002, 'Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets', *American Journal of Sociology* 107, p. 905-950.
- Knorr Cetina, K., en A. Preda (red.), 2005, *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press, Oxford.
- Kroeze, C. en M. Redeker-Hesseling (red.), 2003, *Beurs in Beweging – 25 jaar optiebeurs in beeld*, Euronext.liffe en Stichting Vereniging voor de Effectenhandel, Askant, Amsterdam.
- Kynaston, D., 1997, *LIFFE: A Market and its Makers*, Granta Editions, Cambridge.
- Kynaston, D., 2001, *The City of London Volume IV: A Club No More 1945-2000*, Chatto & Windus, London.
- Latour, B., 1988, *Wetenschap in Actie*, Ooievaar Pockethouse, Amsterdam. Nederlandse vertaling van Latour, B., 1987, *Science in Action*.
- Latour, B., 2005, *Reassembling the Social: An Introduction to Actor-Network-Theory*, Oxford University Press, Oxford.
- Lawrence, T., C. Hardy en N. Phillips, 2002, 'Institutional Effects of Interorganizational Collaboration: The Emergence of Proto-Institutions', *Academy of Management Journal* 45 (1), p. 281-290.
- Lo, V., 2003, *Wissensbasierte Netzwerke im Finanzsektor: Das Beispiel des Mergers & Acquisitions-Geschäfts*, DUV, Wiesbaden.
- Loader, D., 2002, *Clearing, Settlement and Custody*, Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Lowenstein, R., 2000, *When Genius Failed*, Random House, New York.
- Lütz, S., 2000, 'Die politische Regulierung globaler Finanzrisiken', in Czada, R., en S. Lütz (red.), *Die Politische Konstitution von Märkten*, Westdeutscher Verlag, Wiesbaden.
- Lynn, C., 2004, *Leg the Spread – a Woman's Adventures inside the Trillion-Dollar Boys' Club of Commodities Trading*, Broadway Books, New York.
- MacKenzie, D., 2005, 'Is Economics Performative? Option Theory and the Construction of Derivatives Markets', Paper presented at the annual meeting of the History of Economics Society, Tacoma, 25 juni 2005.
- MacKenzie, D., 2006, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*, MIT Press, Cambridge, MA.
- MacKenzie, D., 2007a, 'The Material Production of Virtuality: Innovation, Cultural Geography and Facticity en Derivatives Markets', *Economy and Society* 36(3), p. 355-376.
- MacKenzie, D., 2007b, 'Is Economics Performative? Options Theory and the Construction of Derivatives Markets', in MacKenzie, D., F. Muniesa en L. Siu (red.), 2007, *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*, Princeton University Press, Princeton.

- Malkiel, B., en R. Quandt, 1969, *Strategies and Rational Decisions in the Securities Options Market*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Marshall, A., 1947, *Principles of Economics*, achtste editie, Macmillan and co., London.
- Mason, S., 1995, 'The Allocation of Risk', in Crane, D., K. Froot, A. Mason, A. Perold, R. Merton, Z. Bodie, E. Sirri en P. Tufano (red.), *The Global Financial System*, Harvard Business School Press, Boston.
- Martin, J., 2003, 'What is Field Theory?', *American Journal of Sociology* 109 (1), p. 1-49.
- McRae, H., en F. Cairncross, 1973, *Capital City: London as a Financial Centre*, Eyre Methuen, London.
- Melamed, L., en B. Tamarkin, 1996, *Leo Melamed: Escape to the Futures*, John Wiley, New York.
- Merton, R.C., 1973, 'Theory of Rational Option Pricing', *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, p. 171-183.
- Merton, R.C., en Z. Bodie, 1995, 'A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment', in Crane, D., K. Froot, A. Mason, A. Perold, R. Merton, Z. Bodie, E. Sirri en P. Tufano (red.), *The Global Financial System*, Harvard Business School Press, Boston.
- Michie, R., 2001, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, Oxford.
- Michie, R., en P. Williamson (red.), 2004, *The British Government and the City of London in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Millo, Y., F. Muniesa, N. Panourgias en S. Scott, 2005, 'Detaching Trades : Clearing and Settlement as a Calculative Space', *Information and Organization* 15 (3), p. 229-246.
- Millo, Y., en D. MacKenzie, 2008, *The Usefulness of Inaccurate Models: The Emergence of Financial Risk Management*, Electronic copy available at <http://ssrn.com/abstract=1115883>.
- Ministerie van Financiën, 1996, *Geregeld Toezicht*, PIVOT/Rapport nr. 40, afdeling Algemene Secretarie van het Ministerie van Financiën & Rijksarchiefdienst/PIVOT Ministerie van OCW.
- Möllering, 2007, 'Collective Institutional Entrepreneurship? The Recursive Interplay of Action, Networks and Institutions in market Constitution', *MPIfG Discussion Papers*
- Muniesa, F., Y. Millo en M. Callon, 2007, 'An Introduction to Market Devices', in M. Callon, Y. Millo en F. Muniesa (red.), *Market Devices*, Blackwell, Malden en Oxford.
- Ojo, M., 2005, *The Financial Services Authority: A Model of Improved Accountability?*, MPRA Paper no. 580.
- O'Hara, M., 1995, *Market Microstructure Theory*, Blackwell Business.
- Payne, A., 1981, 'Options, Premium Contracts and the EOE', *De Economist* 129 (2), p. 224-240.
- Pels, D., 1989, 'Inleiding: Naar een Reflexieve Sociale Wetenschap', in Bourdieu, P., 1989, *Opstellen over Smaak, Habitus en het Veldbegrip*, Van Gennep, Amsterdam.



- Podolny, J., 2005, *Status Signals: A Sociological Theory of Market Competition*, Princeton University Press, Princeton.
- Pottekijker, L., 1975, 'Kleine belegger, wat nu?', *Beurs en Effectenbedrijf* 177 (mei 1975), p. 168-169.
- Preda, A., 2006, 'Socio-Technical Agency in Financial Markets: The Case of the Stock Ticker', *Social Studies of Science* 36 (5), p. 753-782.
- Rietzschel, E., 2000, 'Globalisering van Effectenbeurzen door Fusie', *CBS Index* no.6 (juni 2000), p. 20-21.
- Roberts, R., 2002, *Take Your Partners: Orion, the Consortium Banks and the Transformation of the Euromarktes*, Palgrave, London.
- Sassen, S., 2001, *The Global City: New York, London, Tokyo*, tweede editie, Princeton University Press, Princeton.
- Sassen, S., 2006, *Territory, Authority, Rights: From Medieval to Global Assemblages*, Princeton University Press, Princeton.
- Schenk, C., 2006, *Financial Markets and Systemic Risk: the response of central banks in the 1960s and 1970s*, Paper prepared for the International Economic History Congress, Helsinki.
- Schmidt, R. en M. Grote, 2005, *Was ist und was bracht ein bedeutender Finanzplatz?*, Working Paper Series: Finance & Accounting no. 150, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.
- Schneiberg, M., 2007, 'What's on the path? Path dependence, organizational diversity and the problem of institutional change in the US economy, 1900-1950', *Socio-Economic Review* 5, p. 47-80.
- Schwarz, S. en L. Scholten, 1978, *Investment Proposal to finance MMs on the EOE*, intern rapport van de EOE, Amsterdam.
- Scott, W. R., 2001, *Institutions and Organizations*, tweede editie, Sage Publications, Thousand Oaks.
- Simmons, B., 1999, 'The Internationalization of Capital', in Kitschelt, H., P. Lange, G. Marks en J. Stephens (red.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Steinherr, A., 2000, *Derivatives: The Wild Beast of Finance*, tweede editie, John Wiley, Chichester.
- Strulik, T., 2000, *Risikomanagement Globaler Finanzmärkte – Herausforderungen und Initiativen im Kontext der Bankenregulierung*, Campus Verlag, Frankfurt am Main.
- Swedberg, R., 2005, 'Markets in Society', in Smelser, N., en R. Swedberg (red.), *The Handbook of Economic Sociology*, tweede editie, Princeton University Press, Princeton.
- Thelen, K., 2003, 'How Institutions Evolve: Insights from Comparative Historical Analysis', in Mahoney, J., en D. Rueschemeyer (red.), *Comparative Historical Analysis in the Social Sciences*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Vries, J. de, 1976, *Een Eeuw Vol Effecten: Historische Schets van de Vereniging voor de Effectenhandel 1876-1976*, Vereniging voor de Effectenhandel, Amsterdam.
- Walstra, M., 1996, *Van de Vloer: de Verzamelde EOE-Optiebeurs Memoires*, EOE-Optiebeurs, Amsterdam.

Weber, M., 1999a [1894], *Die Börse I: Zweck und äußere Organisation der Börsen*, in Borchardt, K., en C. Meyer Stoll (red.), *Max Weber Börsenwesen Schriften und Reden 1893-1898*, 1. Halbband, Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.

Weber, M., 1999b [1894], *Die Börse II: Der Börsenverkehr*, in Borchardt, K., en C. Meyer Stoll (red.), *Max Weber Börsenwesen Schriften und Reden 1893-1898*, 2. Halbband, Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.

Weber, M., 1985 [1922], *Wirtschaft und Gesellschaft*, vijfde editie, Mohr, Tübingen.

Wee, H. van der, 1986, *Prosperity and Upheaval: The World Economy 1945-1980*, University of California Press, Berkeley.

Weiss, D., 2006, *After the Trade is Made – Processing Securities Transactions*, Derde, herziene druk, Portfolio, New York.

White, H., 1981, 'Where Do Markets Come From?', *American Journal of Sociology* 87, p. 517-547.

Wilhelm, W., 2001, 'The Internet and Financial Market Structure', *Working Paper Said Business School*, Oxford University.

Williamson, P., 2004, 'The City of London and Government in Modern Britain: Debates and Politics', in Michie, R., en P. Williamson (red.), 2004, *The British Government and the City of London in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, Cambridge.

Wytzes, H., 1978, *Financiële Instellingen en Markten*, Stenfert Kroese, Leiden.

Zaloom, C., 2006, *Out of the Pits: Traders and Technology from Chicago to London*, The University of Chicago Press, Chicago.

### **Zonder auteursaanduiding/ instanties**

*Amsterdamse Effectenbeurs*, Diverse Jaarverslagen 1975-1982.

*Beurs en Effectenbedrijf*, 1975, 'Kleine Belegger naar Beleggingsfondsen biedt wellicht oplossing', p. 175-178.

*Beurs en Effectenbedrijf*, 1981, 'Beursvoorzitter neemt afscheid', p. 324-326.

*Economist*, 1979, 'Best Option: Get Out', 26 mei 1979, p. 120.

*Economist*, 2008, 'The Battle of the Bourses', 29 mei 2008, p. 83-85.

*Eurex*, 2007, 'Zelfde Spel, Meer Opties', *Beleggersbelangen* 51 (37), september 2007.

*Euronext*, 2003a, 'Tjerk Westerterp over 25 jaar Optiehandel in Amsterdam: "Koop een Call en Koop een Put, dan zit je altijd goed"', *Next Update* nr. 12, mei 2003.

*Euronext*, 2003b, Fusie gepland tussen Clearnet en LCH om de LCH.Clearnet Group te vormen, Persbericht 2003.063, 25 juni 2003.

*European Options Exchange*, Diverse Jaarverslagen 1978-1987.

*Nederlandsche Middenstandsbank*, Diverse Jaarverslagen 1973-1987.

*Tweede Kamer der Staten-Generaal*, 1985/1986a, 'Wijziging van Artikel 1811 van het Burgerlijk Wetboek', Vergaderjaar 1985-1986, 19 490, Nr. 3: Memorie van Toelichting.

*Tweede Kamer der Staten-Generaal*, 1985/1986b, 'Wijziging van Artikel 1811 van het Burgerlijk Wetboek', Vergaderjaar 1985-1986, 19 490, Nr. 5: Nota naar aanleiding van het verslag.

## Websites

Nederlands Instituut voor Beeld en Geluid

[http://www.beeldengeluid.nl/template\\_subnav.jsp?navname=beeld-en-geluid-op-je-pc\\_a&category=collectie\\_informatie](http://www.beeldengeluid.nl/template_subnav.jsp?navname=beeld-en-geluid-op-je-pc_a&category=collectie_informatie)

## Gesprekken en interviews in chronologische volgorde

<b>Naam</b>	<b>Functie</b>	<b>Soort</b>	<b>Datum</b>	<b>Locatie</b>
<b>C. Kroeze</b>	Secretaris van de Stichting VvdE	gesprek	7 februari 2008	Amsterdam
<b>J. Nederstigt</b>	Voormalig journalist van <i>De Telegraaf</i>	interview	14 mei 2008	Aalsmeer
<b>U. Doornbos</b>	Voormalig directeur van de EOE	interview	1 juli 2008	Den Haag
<b>J. Dreesens</b>	Mede-oprichter Market Maker-bedrijf AOT	interview	28 juli 2008	Amsterdam
<b>L. Scholten</b>	Voormalig secretaris Optiecommissie, voormalig directeur EOE	interview	7 augustus 2008	Utrecht
<b>G. Okkema</b>	Voormalig directeur EOCC	interview	29 augustus 2008	Amsterdam
<b>T. Westerterp</b>	Voormalig directeur EOE	interview	12 september 2008	Ulvenhout
<b>J. van Schoonhoven</b>	Voormalig Floorbroker en Market Maker op de optiebeurs	interview	16 september 2008	Amsterdam
<b>B.F. Baron van Ittersum</b>	Voormalig voorzitter van de VvdE	interview	11 december 2008	Amsterdam