

En waarom zou MiFID niet moeten gelden voor NYSE Euronext?

Tot de invoering van de nieuwe Europese beleggingsrichtlijn MiFID in 2007 hadden beleggers weinig keuzevrijheid als het ging om de uitvoering van hun effectenorders. De Europese wetgeving met de naam MiFID, oftewel de Markets in Financial Instruments Directive heeft dit veranderd. Banking & Finance organiseerde daarover enkele jaren geleden een lunchcauserie en zelfs een Congres in Brussel. De bedoeling van de wet is duidelijk, maar blijkbaar zijn er partijen die daarover hun eigen gedachten hebben. Tijd om dit eens nader te onderzoeken.

MiFID wordt geacht de eerlijke handel en concurrentie tussen beurzen te bevorderen en streeft naar betere bescherming van beleggers. Banken en brokers moeten voldoen aan de 'best execution' regel: de belegger moet de beste voorwaarden krijgen voor het plaatsen van een order. Dit betekent dat banken en brokers de prijzen op meerdere beurzen met elkaar moeten vergelijken voor uitvoering van hun klantorders. Professionele marktpartijen klagen al lange tijd dat de transactieprijs van Euronext te hoog zijn en meer naar een marktconform tarief zouden gebracht moeten worden. Het gevolg van MiFID is geweest dat veel grote partijen Euronext de rug hebben toegekeerd en zelf alternatieve handelsplatformen opgericht hebben. Grote professionele partijen zijn daartoe in staat, maar de kleine particuliere belegger kan moeilijk zijn 10 optiecontracten ING ergens anders onderbrengen dan bij Euronext.

De rol van een nieuwe speler

TOM (The Order Machine) stimuleert de door MiFID beoogde concurrentie tussen beurzen door TOM MTF (Multila-



Rob Staalstra: "De houding van NYSE Euronext jegens het soepel meewerken aan de doorvoering van de MiFID regels met betrekking tot TOM MTF als beurs heeft mij verbaasd."

teral Trading Facility) als beursplatform op te richten. Om voor betere prijzen te kunnen zorgen voor beleggers heeft TOM daarnaast de smart order router TOM Smart Execution ontwikkeld, een soort zoekmachine. Wie staan er achter de overkoepelende holding TOM (The

Order Machine)? Niet de minste partijen, namelijk BinckBank, Optiver en de ABN AMRO Clearing Bank nv, met andere woorden, onder andere een gerenommeerde en ervaren partij op het gebied van beurstransacties, één van de grootste liquiditeitsverschaffers ter wereld met betrekking tot de beurzen. De weigering van het lidmaatschap door Liffe zit TOM dwars. Euronext ziet dit echter als een mogelijke bedreiging, omdat het toelaten van TOM Smart Execution dan TOM MTF als beurs (zijnde een andere entiteit) gaat helpen. Dit is echter een volstrekt gescheiden, andere zaak. TOM MTF als beurs is weliswaar een reactie op MiFID, maar als Euronext jaren geleden, toen de partijen er expliciet om vroegen, de transactieprijs meer naar een marktconform niveau had gebracht, was de situatie waarbij nu via een kort geding bij de Rechtbank toelating gevraagd is voor TOM Smart Execution, er blijkbaar nu niet geweest. Euronext heeft wellicht te lang vastgehouden aan hun oude businessmodel en het risico bestaat dat ze nu op de blaren kunnen gaan zitten. Euronext stelt terecht dat de particuliere belegger behoefte heeft aan een veilige en transparante markt. Dat spreekt voor zich, maar gezien de reputatie van de bestaande financiële instellingen die achter de nieuwe partij staan, wie twijfelt daar dan nog aan? Toch een beetje vreemd dat Euronext daar iets over heeft te zeggen... Zijn het niet eerder de toezichthouders die hierover een oordeel zouden

moeten hebben? Neen, het mag duidelijk zijn, er spelen andere belangen, namelijk de prijs van het aandeel met het oog op de aangekondigde fusie tussen NYSE Euronext en Deutsche Börse.

Rob Staalstra, een bekende en ervaren beurshandelaar, vroegen wij om commentaar en zijn standpunt is duidelijk

Staalstra: “De houding van NYSE Euronext jegens het soepel meewerken aan de doorvoering van de MiFID regels met betrekking tot TOM MTF als beurs heeft mij verbaasd. Onwerkelijk dat een moderne beurs, die in Amerika al deze kruisverbanden wel toestaat en ook nog fuseert met een beurs (Deutsche Börse) waar TOM Smart Execution wel indirect lid van is (Eurex is voor 50% eigendom van Deutsche Börse), zich op deze manier ingraaft in het verleden. Je zou toch zeggen dat ze vooruit zouden moeten kijken en moeten meedoen met innoveren. Maar inmiddels is duidelijk waarom zij dinosaurië spelen verkieszen boven elegant en modern. De fusie tussen NYSE Euronext en Deutsche Börse geeft een eenvoudige deelverklaring. Zij bijten zich krampachtig vast in de bestaande monopolie positie op derivaten door het lidmaatschap van TOM Smart Execution voor een zo lang mogelijke tijd te frustreren, met als belangrijke onderliggende reden TOM MTF (de concurrent beurs) zo lang mogelijk tegen te houden. De derivatenhandel van het wereldwijde NYSE is verreweg de grootste moneymaker. Dit kun je in de cijfers teruglezen. Indien er zich op dit belangrijke moment openlijk scheuren zouden openbaren in de gehanteerde businessmodellen, dan zou dit de waarde van de fusie transactie mogelijk negatief kunnen beïnvloeden. En TOM is geen scheurtje, maar wereldwijd de eerste echte breuklijn. En net als de bewoners van San Francisco zich zenuwachtig maken over een aardbeving onder hun voeten, maken de bewoners van New York zich druk over deze financiële breuklijn. Want die zestig procent voor de Duitsers is al zo moeilijk te slikken voor de



Willem Meijer: “Retail beleggers zullen binnenkort de mogelijkheid hebben om ook prijzen voor derivaten orders te vergelijken op verschillende beurzen.”

Amerikaanse aandeelhouders, dat moet natuurlijk niet nog slechter worden. After all: it is all about the money.”

Wij vroegen Willem Meijer, CEO van TOM (The Order Machine) om een nadere toelichting.

Als het betekent dat bij de fusie tussen Deutsche Börse en NYSE Euronext blijkt dat de combinatie van aandelen, opties en clearing in tact blijft, dan voorzie ik een belangrijke discussie ontstaan over de concurrentiepositie van zo’n “Reuzenbeurs”

Willem Meijer: “Beleggers hebben behoefte aan liquiditeit;. Gelukkig hebben

de belangrijkste liquiditeitsverschaffers in opties aangegeven op alle beurzen (waaronder TOM MTF) actief te willen zijn. Daar ligt natuurlijk een probleem voor Euronext, maar dat zeggen ze niet. Als bijvoorbeeld Optiver, als grote liquiditeitsverschaffer, prijzen afgeeft op Euronext en op TOM MTF en de prijzen zijn gelijk, dan gaat de order van de cliënt van TOM Smart Execution, bijvoorbeeld BinckBank, naar TOM MTF vanwege de lagere kosten. Dat de kosten lager liggen op TOM MTF, is voor de belegger in ieder geval een betere zaak. Clearing is van groot belang, het is het veiligheidsnet dat ervoor zorg draagt dat een belegger zijn geld of opties krijgt. Euronext cleart via een onafhankelijke partij, LCH Clearnet. TOM MTF maakt haar keuze welke clearing het kiest voor derivaten momenteel nog niet bekend.”

Banking & Finance: “Maar hoe zit het dan met het verhandelen van opties over meerdere markten?”

Willem Meijer: “Het verhandelen van opties over meerdere markten is inderdaad lastig. Immers een open koop op Euronext en verkoop op TOM MTF wordt bij de clearingorganisatie van die beurs genoteerd als een open verkoop. Is dit erg? Niet voor de belegger. Zijn commerciële positie is nul. Een belegger kan dit nu ook doen op de beurzen Euronext en Eurex, alleen is het jammer dat er dan een margin gestort moet worden. De liquiditeitsverschaffers hebben er al helemaal geen probleem mee, die zijn dit gewend. Volgens mij maakt Euronext zich druk om niets. Als TOM MTF er voor kan zorgdragen dat de contracten echt honderd procent gelijk zijn, dan zal arbitrage haar werk gaan doen.”

Drempel tot toetreding

De machtige beurzen hebben tot op heden de concurrentie op het gebied van derivaten buiten de deur weten te houden, door de clearing af te schermen voor nieuwe concurrent beurzen. Aangezien een optie geen leverbaar effect is, zoals

een aandeel, kan men een gekochte optie niet bewaren waar men zelf wilt, maar is men gebonden aan de clearing die de beurs aanwijst. Als het dan voor andere beurzen niet is toegestaan om ook gebruik te maken van dezelfde clearing, dan wordt hiermee de markt goed afgeschermd. Dit wordt ook wel de “gesloten open interest pool” genoemd.

Willem Meijer: “Door de clearing in eigen hand te houden (verticale silo) blijven de tarieven hoog. Een bewijs hiervoor is dat het tarief voor een gemiddelde aandelen-transactie bij Euronext op 1,25 euro ligt. Voor een gemiddelde optie transactie betaalt een broker 7,50 euro (10 contracten x 0,75) bij Euronext, ofwel 6x meer dan een aandelen-transactie. Er heeft dus nog geen concurrentie plaatsgevonden op de derivatenmarkt. MiFID schrijft ‘best execution’ voor aan brokers en banken. Voor particulieren beleggers moet een bank de beste prijs zoeken op de verschillende beurzen. Door voor de particuliere flow, dus ook te zoeken naar uitvoeringsmogelijkheden buiten de oorspronkelijke beurs, creëer je concurrentie. En dat is goed voor de marktwerking. Lagere tarieven en betere prijzen voor particuliere beleggers.”

Maar wat ziet de particuliere belegger daarvan terug?

“Het is erg eenvoudig. Wanneer een betere prijs gevonden wordt, dan profiteert de particuliere belegger daar ten volle van. De betere prijs kan ook sneller tot stand komen aangezien de professie scherper

kan stellen op een concurrentbeurs, daar haar kosten voor uitvoeringen daar lager zijn. De beroepshandel neemt alle kosten in de keten mee om te bepalen hoe hij stelt op een beurs. Daarnaast is het duidelijk dat de marktwerking onder de brokers en banken ook zijn werk doet. Door automatisering zijn de tarieven voor particulieren beleggers voor beustransactie al flink gedaald. Als de banken verdere kostenbesparingen kunnen realiseren, zal er meer druk op de tarieven komen uiteraard.”

De rechter was moedig, doorzag het plot en liet geen spaan van de argumenten van de beurs heel

Banking & Finance: “Hoe is het dan nu gesteld met die tarieven?”

Willem Meijer: “In tegenstelling tot prijsdruk onder de banken, verhogen monopolistische beurzen momenteel de tarieven voor producten waar geen concurrentie in is. Bijvoorbeeld obligaties en smallcap aandelen. Het is grappig om te zien dat deze oorspronkelijke beurzen zich nu openlijk afvragen of het prijsvoordeel van de nieuwe concurrentie (MTFs) wel naar de particuliere belegger gaat. Zouden zij zich ook openlijk de vraag stellen of hun prijsverhogingen in bijvoorbeeld obliga-

ties en smallcap aandelen worden doorberekend aan de beleggers?”

Op de financiële fora komt men steeds vaker meningen tegen die men zou kunnen omschrijven als een aanklacht tegen het monopolie van Euronext op de particuliere handel. Enkele citaten: “Naar mijn mening is de tijd van Euronext als enige marktplaats voorbij. MiFID wil dit ook.” Een andere reactie: “Ik denk dat het Euronext alleen maar te doen is om haar lucratieve inkomsten te beschermen. Ik heb helemaal, maar dan ook helemaal geen geloof in het argument dat Euronext de belegger wil beschermen. Euronext, kom er gewoon eerlijk voor uit. Dat zullen beleggers toejuichen. Het enige dat beleggers willen is keuzevrijheid en door concurrentie lagere tarieven, want de tarieven van Euronext zijn natuurlijk veel te hoog.”

Nog een reactie die aan duidelijkheid niets te wensen overlaat: “De Broker moet via Smart Orderroutingssystemen de beste prijs voor mij zoeken, dat hoeft Euronext niet voor mij te doen. Zij moeten gewoon de quotes ter beschikking stellen en verder hun mond houden. Biedt Euronext de beste prijs, dan krijgt zij de order, biedt Euronext niet de beste prijs, dan krijgen zij de order niet. Duidelijk?”

De rechtzaak

TOM is in de aanval gegaan. Er is een kort geding bij de Rechtbank in Amsterdam aangespannen, waarvan de uitspraak op 21 februari jl was.

Hoe ziet TOM (The Order Machine) eruit?

De overkoepelende naam van de nieuwe speler met als eigenaren BinckBank, Optiver Holding en ABN AMRO Clearing Bank zijn, is TOM (The Order Machine).

Daaronder zijn twee aparte ondernemingen ondergebracht, enerzijds de beurs, die valt onder de nieuwe MiFID regelgeving, als zijnde een MTF (Multilateral Trading Facility) met als juridische naam TOM B.V.

Anderzijds is er de zoekmachine, een soort Google, welke real-time zoekt naar de beste prijzen op verschillende beurzen en er vervolgens voor zorgt dat de order wordt uitgevoerd op de beurs met de meest gunstige prijs voor de particuliere cliënt, met als commerciële naam TOM Smart Execution, onder de juridische entiteit TOM Broker B.V.

Willem Meijer, CEO van TOM over het uitgesproken vonnis: "Wij zijn blij met de uitspraak van de rechter vandaag die ons in staat stelt tot het lidmaatschap te verkrijgen van NYSE Liffe. Retail beleggers zullen binnenkort de mogelijkheid hebben om ook prijzen voor derivaten orders te vergelijken op verschillende beurzen".

Rob Staalstra over de uitspraak van de rechter dd 21 februari 2011: "De rechter was moedig, doorzag het plot en liet geen spaan van de argumenten van de beurs heel. Deze uitspraak is goed nieuws voor de particuliere belegger. Het zou natuurlijk ook nooit haalbaar zijn geweest als een monopolist de Mi-FID regels zou kunnen dwarsbomen ten koste van het algemeen belang. Ik ben wel erg benieuwd of NYSE Euronext zich

nu volmondig bij deze beslissing neerlegt. Ze kan natuurlijk blijven frustreren door steeds juridische en operationele hindernissen op te werpen. Maar mijn voorspelling is dat zij dat niet zal doen. Zij gaat TOM omarmen, uit eigen belang. Gewoon mee innoveren onder het mom van "if you can't beat them, join them!"

De achterliggende reden is simpel. Als NYSE Euronext zich de komende tijd als een monopolist blijft opstellen en de marktwerking van een gezonde en open derivatenbeurshandel niet volledig onderschrijft, krijgt zij een gigantisch probleem in Brussel. Want een van de belangrijke acceptatie criteria waarop Brussel toetst voor fusies tussen grote bedrijven gaat nu precies daarover. De tentoongespreide houding ten opzichte

van een gezonde marktwerking. NYSE Euronext en Deutsche Börse samen hebben hier een 95 % marktaandeel in derivaten. Reden genoeg om er eens goed naar te kijken. En dan zijn dit soort stuiptrekkingen natuurlijk wel erg contraproductief. Dus waarschijnlijk is het voor NYSE en DB juist een zegen als zij kunnen laten zien dat zij, na wat op zich logisch gemor, dit soort zaken volledig ondersteunen. Hand uitsteken en je verlies een positieve draai geven. Zij zullen hun principiële openheid gaan laten zien. Die spagaat in redenering is nooit houdbaar. Want zo niet, dan zegt Brussel keihard nee tegen de fusie! En de particulieren? Die gaan dan met zijn allen op Beursplein 5, voor de gelegenheid omgedoopt in het "Niet hier"plein, met hun schoenen staan zwaaien. Want dat schijnt tegenwoordig wel aardig te werken." ●

WHO IS WHO
BANKEN BOEKJE
BANKS AND BROKERS IN THE NETHERLANDS 2010-2011

NIBESVV

Bankenboekje 2010-2011
Banks and brokers in the Netherlands

Het Bankenboekje geeft een actueel en compleet overzicht van de belangrijkste spelers in de financiële sector. Een praktisch naslagwerk dat niet mag ontbreken op uw bureau!

Zowel gedrukt als digitaal beschikbaar.
Een abonnement biedt 10% korting!

NIBE-SVV Uitgevers
T 020 520 85 34
E uitgeverij@nibesvv.nl

www.nibesvvuitgevers.nl

NIBESVV
Nederlands Instituut voor het
Bank- Verzekerings- en Effectenbedrijf

Mar 11
27