

# MiFID: Competitie op financiële markten en financieel toezicht

De *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) is in staat de organisatie van handel op financiële markten grondig te veranderen. De doelstelling van MiFID is het bevorderen van eerlijke, transparante, efficiënte en geïntegreerde financiële markten via het toelaten van nieuwe handelsplatformen. Deze bijdrage bestudeert de verwachte impact van MiFID, waarbij uitgegaan wordt van de inzichten uit de recente academische literatuur. Tevens worden de uitdagingen aangegeven waarmee financieel toezicht geconfronteerd wordt ten gevolge van MiFID.

**D**e organisatie van een financiële markt legt de procedures en regels vast waartegen orders en handel op een handelsplatform plaatsvinden.

De industriële organisatie van een financiële markt bepaalt eveneens hoe publieke en private informatie in prijzen geïncorporeerd wordt, en hoe marktpartijen op een strategische manier met elkaar omgaan. Het marktontwerp bepaalt, evenals regulatie en toezicht, de mate van bescherming van investeerders, de competitiviteit van financiële markten en ultimo economische groei en welvaart. Investeerders staan meer en meer voor een keuze waar hun orders in aandelen uit voeren. Zo worden sommige aandelen niet alleen genoteerd op verschillende traditionele aandelenbeurzen, maar kunnen ze door investeerders ook verhandeld worden op nieuwe handelsplatformen. De *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID), die van start gegaan is op 1 november 2007, is belangrijk voor Europa. Deze richtlijn plaatst de gevestigde aandelenbeurzen onder druk langs twee kanten. Aan de ene kant vragen Europese regulatoren meer transparantie, onder andere met betrekking tot afhandeling van effectentransacties, aantal en

prijzen van uitstaande koop- en verkooporders, evenals gerealiseerde handel (The Economist, 2006). Aan de andere kant eisen de klanten lagere tarieven en dreigen belangrijke klanten, zoals investeringsbanken, hun eigen handelsplatformen op te zetten.

Deze evolutie doet de interesse voor de gevolgen van concurrentie tussen financiële markten aanwakkeren. Dit artikel geeft een overzicht van de theoretische en empirische academische literatuur, met als doel om de verwachte implicaties van MiFID te bestuderen (Casey en Lannoo, 2006; Davies, 2008; Gomber en Gsell, 2006). Zo worden de bescherming van de belegger, de rol van transparantie en de toegang tot markten besproken. Tot slot wordt stilgestaan bij de implicaties van MiFID voor financieel toezicht.

## MiFID en handelsplatformen

Op 21 april 2004 heeft het Europees Parlement MiFID aangenomen. Dit geheel van Europese rechtsregels diende tegen november 2007 in alle EU-lidstaten van kracht te zijn. In Nederland was dit via de aangepaste Wet op het financieel toezicht (Wft). De doelstelling van MiFID is het bevorderen van eerlijke, transparante, efficiënte en geïntegreerde financiële markten. Dit gebeurt via het creëren van een regulatorische omgeving die ten eerste meer uitgebreide gedragsregels voor beleggingsondernemingen ter bescherming van de belegger invoert, en ten tweede toelaat dat nieuwe handelsplatformen ontstaan die voldoen aan uitgebreide regels voor het afhandelen en uitvoeren van orders in financiële instrumenten. MiFID, evenals zijn tegenhanger in de Verenigde Staten, Reg NMS, heeft als doelstelling een eerlijk speelveld tussen verschillende handelsplatformen te creëren. MiFID volgt het zogenaamde Lamfalussy-

**HANS DEGRYSE**  
Hoogleraar aan Center  
Tilburg University en  
houder TILEC-AFM leers-  
toel gedragstoezicht

proces dat vier stappen van implementatie onderscheidt. Stap 1 is de richtlijn zelf die in april 2004 werd goedgekeurd door het Europees Parlement. Stap 2 bevat de technische uitwerkingen van de bepalingen uit de eerste stap, die de uitvoering mogelijk moeten maken. In stap 3 worden aanbevelingen gegeven hoe de EU-lidstaten de bepalingen in nationale wet- en regelgeving moeten implementeren. Hierbij is een belangrijke rol weggelegd voor het *Committee of European Securities Regulators* (CESR). Ten slotte zal stap 4 zorgen voor een consistente toepassing van de regels door de verschillende toezichthouders. MiFID is een belangrijk deel van het *Financial Services Action Plan* en vervangt de *Investment Services Directive* van 1993. Onder de *Investment Services Directive* (art. 14(3)) konden nationale regulatoren de concentratiereguleer opleggen, zodat alle orders van de kleinere investeerder via de centraal gereguleerde markt uitgevoerd dienden te worden. Dit beperkte de competitie voor de bestaande gereguleerde markten. Davies *et al.* (2005) geven een overzicht van de pre-MiFID-situatie in vijf grote Europese landen en bestuderen de implicaties van MiFID. Ze beargumenteren dat de financiële markten in Frankrijk, Italië en Spanje sterk beïnvloed zijn door de concentratiereguleer, omwille van het belang van handel door kleinere beleggers in die landen. Dit alles leidt tot minder concurrentie tussen markten dan in andere landen. Hoewel de concentratiereguleer niet meer van toepassing is in Nederland sinds oktober 2001, is de handel in Nederlandse fondsen sterk geconcentreerd op Euronext Amsterdam. Bemerkt wel de initiatieven, zoals SEAQ International halverwege de jaren tachtig en daarna EuroSETS, met als doel om actieve handel in Nederlandse fondsen in Londen te organiseren. Met het schrappen van de concentratiereguleer kunnen orders uitgevoerd worden op andere handelsplatformen buiten de gereguleerde markt om. Andere landen zoals Duitsland hebben een reguleer die vereist dat beleggingsondernemingen hun orders op de gereguleerde markt uitvoeren, tenzij de investeerder er bewust voor kiest op een andere markt te handelen (Gomber en Gsell, 2006). Zowel de concentratiereguleer als de reguleer die vereist dat orders op de gereguleerde markt worden uitgevoerd tenzij anders aangegeven, impliceren een voordeel voor de gevestigde gereguleerde markt. Onder MiFID is de concentratiereguleer afgeschaft zodat orders van de kleinere investeerder niet meer naar de centraal gereguleerde markt hoeven.

MiFID voorziet dat naast gereguleerde markten ook andere alternatieve handelsplatformen kunnen concurreren om orders. Onder MiFID worden twee alternatieven geboden: een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) en een systematische internaliseerder. Een systematisch internaliseerder is een marktpartij die op een georganiseerde, frequente en systematische manier orders van cliënten uitvoert buiten de gereguleerde markt om, en tegen eigen voorraad. Een MTF of multilaterale handelsfaciliteit is een handelsplatform waar meerdere partijen op een transparante wijze bij elkaar gebracht worden en met elkaar handelen. Een MTF en een gereguleerde markt verschillen van elkaar in het feit dat een gereguleerde markt bovendien duidelijke en transparante regels moet hebben over de informatieverzanding van

de genoteerde aandelen of andere financiële producten.

De drie types handelsplatformen die toegelaten zijn volgens MiFID kunnen alle een verschillend marktontwerp aannemen. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen veilingmarkten waarbij alle investeerders rechtstreeks met elkaar handelen via limiet- en marktorders (bijvoorbeeld NYSE-Euronext) en markten georganiseerd door marktmakers (bijvoorbeeld NASDAQ), waarbij alle cliëntorders worden uitgevoerd tegen de voorraad van de marktmakers, en hybride markten die elementen van zowel veilingmarkten als markten georganiseerd door marktmakers incorporeren (De Jong en Rindi, 2008; O'Hara, 1995; Madhavan, 2000). Een andere dimensie waarin markten onderscheiden kunnen worden zijn de traditionele gereguleerde markten en de alternatieve handelsplatformen. Binnen de alternatieve handelsplatformen zijn er *electronic communication networks* (ECN's) en crossing netwerken.

De belegger krijgt de keuze tussen verschillende handelsplatformen wanneer hetzelfde financiële actief op deze platformen genoteerd wordt. De doelstelling is om inzichten te formuleren over de drie kernzaken waar het bij MiFID over gaat, namelijk bescherming van de belegger, markttoegang en transparantie.

## Competitie tussen markten

Competitie op financiële markten en het marktontwerp is een belangrijk onderwerp bij het onderzoek op het gebied van de micromarktstructuur. De graad van transparantie, omvang van de minimale prijsfluctuaties, continuummarkt versus fixingmarkt, en aanbieders van liquiditeit bepalen de competitiviteit van financiële markten. De geïnteresseerde lezer kan Biais *et al.* (2005) of De Jong en Rindi (2008) raadplegen voor een overzicht van al deze kwesties.

De implicatie van de opkomst van nieuwe handelsplatformen is dat investeerders hun orders kunnen verspreiden over een of meerdere platformen. De verschillende handelsplatformen strijden nu om orders. De vraag die in deze sectie beantwoord zal worden is hoe competitie tussen financiële markten de liqui-

diteit van de markt, gemeten via bijvoorbeeld hoeveelheid orders, handelsgrootte en omvang van bid-ask spread, beïnvloedt. Degryse *et al.* (2006 en 2008) geven een overzicht van de modellen van competitie tussen financiële markten en een analyse van dynamische modellen waarbij marktmakers en crossing netwerken interageren. Pagano (1989), Chowdry en Nanda (1991) en Admati and Pfleiderer (1991) beargumenteren dat er persistentie is in liquiditeit: markten met hoge verhandelingsvolumes en lage bid-ask spreads blijven liquide omwille van positieve liquiditeitsexternaliteiten. Investeerders kiezen er dan namelijk voor om hun orders naar de markt te sturen die vrij lage transactiekosten met zich meebrengt. Handel concentreert zich dan op de markt die al het meest liquide is. Het is daarom moeilijk om liquiditeit van één markt naar een andere markt te verplaatsten, zelfs indien het nieuwe systeem intrinsiek beter is. Market tipping, ofwel dat liquiditeit verspringt van de ene markt naar een andere, wordt daarom weinig waargenomen (zie echter de verspringing in liquiditeit in de German Bund in 1998 van Liffe die eerst bijna alle handel had naar Eurex, die plotseling het handelsplatform was waar alle handel zich concentreerde). De literatuur beargumenteert dat er kosten verbonden zijn aan fragmentatie van orders over verschillende markten. Fragmentatie van orders impliceert dat orders uitgevoerd kunnen worden tegen minder goede voorwaarden, wat aanleiding geeft tot lagere liquiditeit via hogere bid-ask spreads en hogere prijsvolatiliteit (Harris, 1993). Een belangrijk motief voor verschillende types van handelsplatformen is de heterogeniteit in de voorkeuren van investeerders (zoals bereidheid tot betalen, snelheid van uitvoering, portfolio-effecten, geïnformeerde investeerders versus investeerders die slechts handelen vanwege exogene redenen). Deze heterogeniteit impliceert dat orders niet homogeen zijn

---

**Het is daarom  
moeilijk om liquiditeit  
van één markt naar  
een andere markt  
te verplaatsten, zelfs  
indien het nieuwe  
systeem intrinsiek  
beter is**

en dat verschillende soorten investeerders bereid zijn om op andere types handelsplatformen te handelen die beter aansluiten bij hun behoeften.

Een mogelijk voordeel van competitie tussen handelsplatformen is de toename van liquiditeit of marktliquiditeit zoals een daling in bid-ask spreads en de introductie van innovaties. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn indien de bestaande gereguleerde markt onvoldoende marktwerking vertoont. Competitie kan ook impliceren dat markten dieper worden. Aanbieders van liquiditeit hebben nu immers grotere prikkels om orders in te dienen omdat er een grotere kans op uitvoering is, zodat investeerders nu grotere pakketten aandelen kunnen verhandelen tegen

dezelfde bid-ask spread (Glosten, 1998).

## Verwachtingen voor MiFID op basis van empirie uit de Verenigde Staten en Europa

MiFID focust op een drietal aspecten: bescherming van de belegger, markttoegang en transparantie. We geven eerst een summier overzicht van de resultaten van empirische studies waarin onderzocht is hoe vooral in de Verenigde Staten alternatieve handelingsystemen competitie hebben geaffecteerd. In de volgende sectie worden de verwachtingen over de impact van MiFID geformuleerd.

### *Bescherming van de investeerder*

De introductie van de alternatieve handelsplatformen in Europa leidt tot meer waakzaamheid over de bescherming van de investeerder. Zullen orders van kleinere investeerders altijd tegen de beste voorwaarden worden uitgevoerd? Wat zijn de gevolgen van competitie op de liquiditeit van de financiële markten? Deze sectie presenteert de lessen uit empirische studies uit de Verenigde Staten en Europa (voor een overzicht zie Degryse en Van Achter, 2002; Degryse, 2007).

De aandelenbeurzen in de Verenigde Staten hebben eind jaren negentig sterke concurrentie ondervonden van een aantal alternatieve handelingsystemen. De meest succesvolle alternatieve handelingsystemen zijn de ECN's die sterk gegroeid zijn sinds de introductie van de Order Handling Rules in 1997 (Sussman, 2005). Hun marktaandeel was ongeveer veertig procent in aandelen verhandeld op Nasdaq en drie procent in aandelen op NYSE (cijfers voor 2004; Stoll, 2005). Electronic Communication Networks (ECN's) hebben dus meer succes in aandelen genoteerd op Nasdaq dan op NYSE. De reden is dat ECN's de investeerder toelaten de marktmaker te omzeilen en rechtstreeks met elkaar te handelen, en op deze manier de bid-ask spread vermijden. De NYSE is reeds een veilingmarkt en geniet van de bestaande liquiditeitsexternaliteiten en de *trade-through*-regel die stelt dat orders voor de best mogelijke prijs uitgevoerd moeten worden. Weston (2000) schrijft het succes van ECN's in het aantrekken van orders van Nasdaq toe aan twee redenen. Een eerste reden zijn de regulatorische veranderingen door de Securities and Exchange Commission (SEC). De Order

Handling Rules vereisen dat marktmakers de door hen ontvangen limietorders zichtbaar maken en dat deze limietorders rechtstreeks concurreren met de marktmakers op Nasdaq. Daarenboven werden marktmakers verplicht om orders die ze zelf op de ECN's plaatsen beschikbaar te maken voor het publiek zodat strategieën tot prijsdiscriminatie moeilijker worden. Een tweede reden is technologische vooruitgang. De gereglementeerde markten in de Verenigde Staten stonden technologisch minder ver dan deze in Europa, wat de ECN's toeliet om via een beter presenterend systeem een substantieel marktaandeel aan te trekken.

In een aantal academische studies is de impact van ECN's op de marktkwaliteit van de traditionele beurzen in de Verenigde Staten onderzocht. (Huang, 2002; Domowitz, 2001; Barclay *et al.* 2003; Weston, 2000, Conrad *et al.* 2003; Domowitz *et al.* 2001; en Domowitz en Steil, 1999).

De meeste studies bekijken de impact van de ECN's op Nasdaq vanwege hun grotere marktaandeel op de beurs. Hoewel het niet eenvoudig is al hun bevindingen samen te vatten kunnen we toch stellen dat:

Een toename in het marktaandeel van ECN's leidt tot lagere bid-ask spreads en grotere diepte (meer aandelen aanwezig gegeven een bepaalde spread) op Nasdaq;

ECN's lagere transactiekosten mogelijk maken en niet allen omdat ze eenvoudiger orders aantrekken;

ECN's een belangrijke bijdrage leveren aan de ontdekking van de evenwichtsprijs;

ECN's aanleiding geven tot meer handel door geïnformeerde investeerders, met als gevolg hogere kosten van averechtse selectie.

Het aantal empirische studies die de impact van crossing netwerken bestudeert is beperkt. Crossing netwerken zijn een tweede soort alternatief verhandelingsstelsel waarbij kopers en verkopers handel drijven op vooraf bepaalde tijdstippen, maar tegen een prijs die bepaald wordt op een gereglementeerde markt. Crossing netwerken zijn weinig transparant, zodat er slechts beperkt empirisch materiaal aanwezig is. Gresse (2006), bestudeert, bijvoorbeeld, de impact van het crossing netwerk dat opgericht is door de Investment Technology Group, POSIT, op de liquiditeit van het dealermarktsegment op de London Stock Exchange voor een set van UK- en Ierse aandelen. Haar bevindingen tonen aan dat het marktaandeel van POSIT beperkt is tot zo'n twee procent, en dat de kans op uitvoering van de ingestuurde orders relatief laag is (twee tot vier procent). Bovendien rapporteert Gresse dat de activiteit op POSIT geen nadelige effecten genereert voor de dealermarkt van de London Stock Exchange, waar de bid-ask spreads dalen. Conrad *et al.* (2003) bestuderen een vertrouwelijke dataset waarbij de investeerders kiezen tussen crossing netwerken, ECN en intermediairs voor hun orders. Ze vinden dat crossing netwerken substantieel lagere transactiekosten hebben dan intermediairs. Dit is te danken aan

---

## Een toename in het marktaandeel van ECN's leidt tot lagere bid-ask spreads en grotere diepte op Nasdaq

lagere commissies en de afwezigheid van de bid-ask spread. De verwachting van Conrad *et al.* (2003) is dat ten gevolge van competitie dit verschil zal afnemen. Næs en Ødegaard (2006) bestuderen de handel van het Norwegian Petroleum Fund. Hun bevindingen zijn in lijn met Conrad *et al.*

(2003), maar zij wijzen ook

op mogelijk extra kosten bij niet-uitvoering op een crossing netwerk, daar de prijzen bij de latere uitvoering op een ander systeem tegen de investeerder kunnen bewegen.

### Markttoegang

MiFID lidstaten moeten ervoor zorgen dat beleggingsondernemingen die een paspoort hebben van een andere lidstaat toegang hebben tot de gereglementeerde markten en afhandelingsystemen van een effectentransactie in hun eigen land. MiFID legt eveneens best-execution-verplichtingen op aan beleggingsondernemingen, waarbij een onderscheid gemaakt wordt tussen professionele klanten en kleinere investeerders. Een beleggingsonderneming is vrij om te bepalen welke factoren hij meeneemt bij het uitvoeringsbeleid van orders voor professionele klanten. Beleggingsondernemingen moeten best-execution garanderen in termen van kosten en prijzen voor hun kleinere investeerders. Dit laatste is in lijn met de *trade-through prohibition* in de Verenigde Staten waarbij de economische redenering is dat het niet toepassen van deze regel het aanbod van liquiditeit zou ontmoedigen.

Belangrijk hierbij is of beleggers gelijke toegang hebben tot alle markten en of de zogenaamde *smart order routing technology* (SORT) de liquiditeit op markten met elkaar kan verbinden. SORT impliceert dat orders op een optimale manier worden doorgestuurd naar de verschillende markten zodat de laagste transactiekosten worden gerealiseerd. Foucault en Menkveld (2007) bestuderen een theoretisch model waar twee aandelenmarkten in competitie treden met elkaar en



waar een aantal intermediairs SORT implementeert. Hun model toont aan dat liquiditeit kan toenemen doordat investeerders de tijdsrioriteit van de uitstaande limietorders kunnen omzeilen door limietorders in een andere markt in te leggen indien SORT aanwezig is. Ze toetsen hun model op de handel in Nederlandse aandelen naar aanleiding van de introductie van EuroSETS. Ze vinden dat de gezamenlijke diepte van Euronext Amsterdam en EuroSETS toeneemt. Bovendien zijn de bid-ask spreads lager op EuroSETS wanneer er meer smart routers aanwezig zijn. Dit toont aan dat toegang tot nieuwe handelsplatformen via smart routers belangrijk is voor de globale liquiditeit van de markt.

### Transparantie

De graad van transparantie op financiële markten beïnvloedt het gedrag van investeerders. Pre-trade-transparantie betreft de beschikbaarheid van informatie over uitstaande orders en prijzen op de verschillende handelsplatformen vooraleer investeerders hun orders indienen. Post-trade-transparantie is de beschikbaarheid van informatie over uitgevoerde transacties.

MiFID bepaalt welke informatie ter beschikking gesteld moet worden aan marktparticipanten over aandelen die een notering hebben op gereglementeerde markten. MTF's en gereglementeerde markten worden verplicht onder MiFID de prijzen en de diepte van de markt openbaar te maken voor alle marktpartijen. MiFID legt deze verplichting ook op aan systematische internaliseerders maar alleen voor de meest liquide aandelen. Na de uitvoering moet uitvoeringsinformatie over prijs, omvang en tijdstip zo goed als onmiddellijk openbaar gemaakt worden (voor meer informatie, zie bijvoorbeeld <http://www.afm.nl>).

Hoe beïnvloedt, eventuele ongelijke, transparantie competitie tussen financiële markten? In tegenstelling tot ECN's, die typisch een transparant limietorderboek hebben, zijn crossing netwerken heel intransparant voor zowel de pre- als de post-trade-transparantie betreft. Pre-trade-transparantie op een markt laat free-ridinggedrag toe door de andere markt: handel kan georganiseerd worden op basis 6

van de evenwichtsprijs van de transparante markt (zie Hendershott en Mendelson, 2000). Degryse *et al.* (2008) tonen aan dat de graad van transparantie de keuze van investeerders om hun orders naar een crossing netwerk te sturen beïnvloedt. Aan de ene kant nodigt meer pre-trade-transparantie investeerders uit om hun orders naar een crossing netwerk te sturen. Investeerders weten dan dat hun orders met een grotere kans uitgevoerd zullen worden. Aan de andere kant creëert het sneller transparant maken van grotere orders de mogelijkheid dat de prijs tegen deze investeerders kan bewegen, door een snelle stijging of daling. Een aantal empirische studies analyseren de invloed van een verandering in transparantie op de liquiditeit van de markt. De conclusies zijn niet eenduidig. Zo vinden Madhavan *et al.* (2005) dat meer transparantie via het openbaar maken van de vijf beste limietorders in april 1990 op de Toronto Stock Exchange de liquiditeit van de markt doet afnemen. Verder was er op de dag dat de markten meer transparant werden een negatief abnormaal rendement. Andere onderzoeken vinden positieve liquiditeitseffecten. Boehmer *et al.* (2005) bestuderen de toename van transparantie over de diepte van het orderboek op de NYSE in januari 2002. Ze vinden dat deze toegenomen transparantie

#### Box 1

### MiFID en nieuwe handelsplatformen (MTF's)

**Instinet Chi-X is het eerste pan-Europese MTF dat van start ging op 30 maart 2007. Chi-X is vooral succesvol in Engelse, Nederlandse en Duitse aandelen, met een marktaandeel van rond de tien procent. Ondertussen worden ook aandelen van een aantal andere landen actief verhandeld. Op 14 november 2006 kondigden zeven investeringsbanken (Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley en UBS) aan dat ze een nieuw handelsplatform zullen opstarten, beter bekend als het Project Turquoise. Het is duidelijk dat dit project potentieel heeft aangezien deze zeven banken ongeveer de helft van alle handel in aandelen verzorgen. Project Turquoise wordt een MTF waarbij een combinatie wordt gemaakt van een transparant limietorderboek en niet getoonde liquiditeit via verborgen orders. BATS Trading Inc. is een ECN die ook actief wil worden in Europa. BATS wordt onder andere ondersteund door J.P. Morgan Chase, Deutsche Bank, Morgan Stanley en Credit Suisse. In de US heeft het ongeveer tien procent van de handel in aandelen die genoteerd staan op NYSE-Euronext. De doelstelling in Europa is vooral om algorithmic traders aan te trekken waarvoor snelheid van uitvoering heel belangrijk is. BATS staat ook bekend om zijn agressieve prijszetting en het betalen van investeerders die liquiditeit aanbieden. Opmerkelijk is dat een aantal investeringsbanken twee of meer van de MTF's als BATS, project Turquoise en Chi-X ondersteunen. Er zijn ook een aantal initiatieven ontstaan die de nieuwe handelsplatformen toelaten om aan de rapporteringsregels met betrekking tot transparantie te voldoen (bijvoorbeeld Markit BOAT en de Reuters Data Consolidation Service).**



aanleiding is tot een beter management van limietorders en er bijgevolg een grotere bereidheid is tot het aanbieden van liquiditeit.

## Conclusie: beleidsaanbevelingen en implicaties voor financieel toezicht

Er bestaat een afweging tussen consolidatie met positieve liquiditeits-externaliteiten en fragmentatie met de mogelijkheid tot meer competitie. Het empirische bewijs uit voornamelijk de Verenigde Staten bewijst dat de nieuwe handelsplatformen een positieve bijdrage leveren aan de liquiditeit omdat de bid-ask spread lager wordt en de diepte en informatieve efficiëntie van de markt hoger worden. Anders uitgedrukt: de voordelen van competitie domineren de negatieve effecten van fragmentatie. Indien deze resultaten toegepast kunnen worden op Europa, dan levert MiFID een positieve bijdrage aan de liquiditeit van de markt. MiFID introduceert een eerlijk speelveld voor de verschillende handelsplatformen via het opleggen van uniforme transparantieplichtingen, het schrappen van de concentratieregelen en de mogelijkheid om nieuwe

### Box 2

## MiFID en strategische reacties van gereguleerde markten

De gevestigde beurzen reageerden vanwege de introductie en dreiging van de nieuwe MTFs en systematische internaliseerders. Een eerste reactie was een aantal pogingen tot fusies en overnames van gereguleerde markten, maar ook tussen gereguleerde markten en ATSS. De overname van Archipelago door NYSE en de fusie van NYSE en Euronext zijn hiervan goede voorbeelden. De demutualisatie en de publieke notering van de aandelenbeurzen maken dergelijke fusies een stuk eenvoudiger. Een tweede reactie van de bestaande beurzen is om de nieuwe initiatieven voor te zijn door hun marktontwerp aan te passen of hun prijsbeleid te veranderen. Zo heeft NYSE-Euronext bijvoorbeeld een eigen MTF opgestart (Alternext). Deze biedt het diensten van systematische internalisatie aan voor beleggingsondernemingen waarbij Euronext de afwikkeling verzorgt.

Ook zijn er toepassingen waar de prijs-tijdsprioriteit vervangen wordt door een prijs-beleggingsondernemingsprioriteit (waarbij orders van eenzelfde beleggingsonderneming aan dezelfde prijs eerst gematched worden voordat andere beleggingsondernemingen aan de beurt komen) Euronext sluit het daarnaast partnerships om een Europese 'dark pool' op te zetten (Smart-Pool) en heeft de tarieven voor algorithmische handelaren fors verlaagd in een poging om deze handelaren terug te winnen. Mededingingsautoriteiten en financiële toezichthouders moeten het gedrag van de gereguleerde markten van dichtbij kunnen volgen (zie bijvoorbeeld het onderzoek door de EU naar aanleiding van de verlaging van de tarieven van Euronext ten gevolge van het opstarten van EuroSETS).

handelsplatformen op te richten. MiFID biedt daarom mogelijkheden voor zowel de vragers als de aanbieders van liquiditeit. Recente theoretische en empirische bijdragen tonen aan dat er aan een aantal voorwaarden voldaan moet zijn om de positieve vruchten te kunnen plukken. Een eerste belangrijke voorwaarde is dat investeerders de mogelijkheid moeten hebben om de liquiditeit op de verschillende handelsplatformen samen te brengen en te verbinden. Dit moet het inzetten van small routers en elektronische bulkhandel mogelijk te maken. De toegang tot markten is heel belangrijk.

Een tweede inzicht is het belang van de invulling en interpretatie van de best-execution-verplichting. De trade-through-regel gaf een natuurlijk voordeel aan de bestaande gereguleerde markt of waarbij toegang tot andere markten op een discriminatoire manier toegepast wordt, kan toetreding van nieuwe markten bemoeilijken.

Een nieuw handelsplatform moet voldoende marktaandeel aantrekken en voldoende liquiditeit aanbieden om succesvol te zijn. Dat kan gebeuren indien de liquiditeit van de bestaande gereguleerde markt naar het nieuwe platform beweegt, en/of het platform een nieuwe groep van investeerders kan aantrekken door een alternatief marktontwerp aan te nemen. In box 1 worden de tot op heden belangrijkste alternatieve platformen die gelanceerd of aangekondigd zijn besproken. Box 2 geeft de voornaamste reacties weer van de gevestigde gereguleerde markten naar aanleiding van MiFID.

MiFID gaat uit van de soevereiniteit van nationale regelgeving en is gebaseerd op principes, in tegenstelling tot RegNMS in de Verenigde Staten, dat gebaseerd is op regels. Ondanks de coördinatie door het Committee of European Securities Regulators bestaat het gevaar voor interpretatie- en implementatieproblemen. Zo laat MiFID bijvoorbeeld vrij veel discretie de interpretatie van de transactierapportage aan elke individuele regulator (Davies, 2008) en het beste uitvoeringsbeleid van elke beleggingsonderneming. Gedragstoezicht op

financiële markten zal nog belangrijker worden omdat de literatuur over de microstructuur aangeeft dat kleine wijzigingen in het marktontwerp soms grote gevolgen voor liquiditeit kunnen genereren.

Deze bijdrage wordt afgerond met twee andere uitdagingen voor financiële toezichhouders. De eerste betreft de consistente implementatie van best execution. Deze implementatie moet niet alleen nieuwe platformen een kans geven maar ook welvaartsverhogend zijn voor investeerders. De tweede betreft het opvolgen van insider trading. Marktfragmentatie creëert meer mogelijkheden voor geïnformeerde investeerders om te handelen. Dit maakt detectie van insider trading een stuk moeilijker en kan de integriteit van financiële markten ondermijnen.

#### LITERATUUR

Admati, A. en P. Pfleiderer (1991) Sunshine trading and financial market equilibrium. *Review of Financial Studies*, 4, 443-481.

Barclay, M., T. Hendershott en T. McCormick (2003) Competition among trading venues: Information and trading on electronic communications networks. *Journal of Finance*, 58, 2637-2666.

Biais, B., L. Glosten en C. Spatt (2005) Market microstructure: A survey of microfoundations, empirical results, and policy implications. *Journal of Financial Markets*, 8, 217-264.

Boehmer, E., G. Saar en L. Yu (2005) Lifting the veil: An analysis of pre-trade transparency at the NYSE. *Journal of Finance*, 60, 783-815.

Casey, J.P. en K. Lannoo (2006) The MiFID revolution: A policy view. *Competition and Regulation of Network Industries*, 1, 515-534.

Chowdry, B. en V. Nanda (1991) Multimarket Trading and Market Liquidity. *Review of Financial Studies*, 3, 483-511.

Conrad, J., K. Johnson en S. Wahal (2003) Institutional trading and alternative trading systems. *Journal of Financial Economics*, 70, 99-134.

Davies, R. (2008) *MiFID and a changing competitive landscape*, Babson college working paper.

Davies, R., A. Dufour en B. Scott-Quinn (2005) The MiFID: Competition in a new European equity market regulatory structure Babson college working paper.

Degryse, H. (2007) *Competition on financial markets: Does market design matter?* Inaugural lecture of the TILEC-AFM chair on Financial Market Regulation.

Degryse, H. en M. Van Achter (2002) Alternative trading systems and liquidity. In: Balling, M., F. Lierman en A. Mullineux (red.), *SUERF colloquium book "Technology and Finance: Challenges, Business Strategies and Policymakers"*.

Londen/New York: Routledge, hoofdstuk 10.

Degryse, H., M. Van Achter en G. Wuyts (2006) Crossing networks: Competition and design. *Competition and Regulation of Network Industries*, 453-469.

Degryse, H., M. Van Achter en G. Wuyts (2008) Dynamic order submission strategies with competition between a dealer market and a crossing network. Te verschijnen in *Journal of Financial Economics*.

Domowitz, I. (2001) *Liquidity, transaction costs, and reintermediation in electronic markets*. Working paper.

Domowitz, I., J. Glen en A. Madhavan (2001) *Global equity trading costs*. Working paper.

Domowitz, I. en B. Steil (1999) Automation, trading costs and the structure of the securities trading industry. *Brookings-Wharton papers on Financial Services*.

Foucault, T. en A. Menkveld (2007) Competition for order flow and smart order routing systems. Te verschijnen in *Journal of Finance*.

Glosten, L. (1998) *Precedence rules*. Working Paper, Columbia University.

Gomber, P. en M. Gsell (2006) Catching up with technology - The impact of regulatory changes of ECNs/MTFs and the trading venue landscape in Europe. *Competition and Regulation of Network Industries*, 1, 537-557.

Gresse (2006)

Harris, L. (1993) Consolidation, fragmentation, segmentation and regulation. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 5, 1-28.

Hendershott, T. en H. Mendelson (2000) Crossing networks and dealer markets: Competition and performance. *Journal of Finance*, 55, 2071-2115.

Hendershott, T. en C. Jones (2005) Island goes dark: Transparency, fragmentation, and regulation. *Review of Financial Studies*, 18, 743-793.

Huang, R. (2002) The quality of ECNs and Nasdaq market makers quotes. *Journal of Finance*, 57, 1285-1317.

Jong, F. de en B. Rindi (2008) *The Microstructure of Financial Markets*. Cambridge University Press, te verschijnen.

Madhavan, A. (2000) Market microstructure: A survey. *Journal of Financial Markets*, 3, 205-258.

Madhavan, A., D. Porter, en D. Weaver (2005) Should securities markets be transparent. *Journal of Financial Markets*, 8, 266-288.

Næs, R. en B. Ødegaard (2006) Equity trading by institutional investors. To cross or not to cross? *Journal of Financial Markets*, 9, 79-99.

O'Hara, M. (1995) *Market microstructure theory*. Cambridge (MA): Blackwell.

Pagano, M. (1989) Trading volume and asset liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 104, 255-274.

Stoll, H.R. (2005) *Electronic trading in stock markets*. Working paper Vanderbilt University.

Sussman, A. (2005) *Trends and opinions on algorithmic trading*. Tabb Group Research Report.

The Economist (2006) *Stock Exchanges: A war on two fronts*. 18 november, 72-76.

Weston, J. (2000) Competition on the Nasdaq and the impact of recent market reforms. *Journal of Finance*, 55, 2565-2598.