

Toekomst beurzen onzeker

Arnoud Boot

Een fusie tussen NYSE Euronext en Deutsche Börse lijkt ophanden, tenzij de aandeelhouders tegenstemmen of mededingingsautoriteiten roet in het eten gooien. Maar de vraag is of deze fusie gaat werken, hoe we moeten aankijken tegen de al vijftien jaar gaande consolidatiegolf en wie de winnaars en verliezers zijn.

Over winnaars en verliezers kan ik kort zijn. NYSE Euronext en Deutsche Börse zullen zich allebei verliezer voelen. Moderne informatietechnologie en wetgevende ontwikkelingen (Mifid bijvoorbeeld) hebben toegangsdrempels geslecht en de traditionele beursorganisaties in het defensief gedrukt. De vraag is of ze zich opnieuw kunnen uitvinden, of dat het gaat om defensieve fusies die leiden tot dinosaurussen, gedoemd om uit te sterven.

De traditionele 'flagship'-beurzen hebben enorm aan belang ingeboet. Tot twintig jaar geleden werden beurzen als de Amsterdamse Effectenbeurs (opgegaan in NYSE Euronext), gezien als de markt. Vraag en aanbod kwamen hier samen, en hun onmisbaarheid werd nog eens benadrukt door de fysieke locatie en imposante gebouwen. Die realiteit viel de afgelopen 10 à 15 jaar in duigen. De bekende traditionele beurzen zijn nu slechts onderdeel van de markt; zeker niet meer dé markt.

Traditionele beurzen verliezen handelsvolume aan nieuwe handelsplatformen. Een eerste reactie was om deze vaak technologisch meer geavanceerde platformen op te kopen. Zo kocht NYSE in 2005 de snel opkomende elektronische markt Archipelago en Nasdaq het platform Inet. Maar het verlies aan marktaandeel zette onverdroten door. Europese beurzen hadden het in eerste instantie makkelijker, maar inmiddels neemt ook hier het verlies aan marktaandeel grote vormen aan, zie het concurrerende Chi-X-platform.

Onzekerheid over de toekomst en een businessmodel onder druk vertalen zich bijna altijd in een consolidatieslag onder de bestaande spelers. De fusie van NYSE met Euronext in 2006 was een poging het tij te keren. Ze moest vooruitlopen op een wereld waar — naast wat kleinere nichespelers — slechts ruimte zou zijn voor een paar onmisbare geïntegreerde wereldwijde beursorganisaties. De

ontwikkelingen van de afgelopen vijf jaar wijzen op verdere erosie.

Nu staat de volgende fusie voor de deur. NYSE Euronext en Deutsche Börse zoeken bij elkaar bescherming en willen via meer efficiency en schaalvoordelen verdere afbrokkeling voorkomen. Het samenvoegen van de handel in futu-

res (NYSE Liffe en Eurex) en een vastere greep op de waardeketen ('gedwongen' clearing binnen dezelfde beursorganisatie; de silostructuur) moeten voor meer marktkracht zorgen. Bij uitstek Deutsche Börse heeft hierop ingespeeld. Het is dan ook geen verrassing dat NYSE Euronext daarbij

aansluiting zoekt.

NYSE Euronext en Deutsche Börse staan niet alleen. Ook de traditionele concurrenten — Nasdaq OMX en LSE — zoeken vastigheid. Er is een onstuitbare druk op schaalvergroting en diversificatie om nieuwe winstbronnen aan te boren (derivaten, backoffice-services, trade-technology consultancy services). Maar comfort over een houdbaar businessmodel is verder weg dan ooit.

Grip proberen te krijgen op de waardeketen via een eigen clearing organisatie is niet zonder risico's. Toezichthouders kunnen ingrijpen om toegang voor derden veilig te stellen. Andere sectoren tonen aan dat het afzonderen van de infrastructuur (de clearing) om iedereen optimale toegang te garanderen eerder regel dan uitzondering is. Ook vanuit een oogpunt van financiële stabiliteit zullen toezichthouders zich steeds scherper met de infrastructuur gaan bezighouden. Soms kan dit tot enig voordeel leiden (bijvoorbeeld het afdwingen van een centrale tegenpartij voor bepaalde 'over de counter'-transacties), maar uiteindelijk werken de zeer strenge eisen van regelgevers belemmerend.

De algemene verbreiding van nieuwe handelsplatformen baart NYSE Euronext en Deutsche Börse de meeste zorgen. Ze hebben gelijk als ze erop wijzen dat de gefuseerde onderneming een 'belangrijk tegenwicht' vormt voor die 'alternatieve handelsmogelijkheden die minder transparant opereren'. Alleen al de bewoording 'dark pools', waarmee die nieuwe platformen zich associëren, moet bij toezichthouders alle rode lampjes doen branden.

Hoe onbevredigend ook, we kennen de toekomst niet. We hebben zelfs geen antwoord op de meest basale vraag wat de informatietechnologie hier kan inhouden. Die technologie maakt het mogelijk te komen tot een volledige geïntegreerd platform. Maar diezelfde technologie kan ervoor zorgen dat het allemaal niet binnen één organisatie wordt geïntegreerd, maar dat de handel wordt geleid via soepele interfaces, waarmee een virtuele mondiale markt wordt gecreëerd. Nergens staat vast dat die technologie moet leiden tot volledig geïntegreerde organisaties. Toch zetten NYSE Euronext en Deutsche Börse daar nu op in.

**Arnoud W.A. Boot is hoogle-
raar ondernemingsfinanciering
en financiële markten.**

