NEDERLAND HEEFT EEN TRADITIE IN **HANDELSHUIZEN**

Een blik achter de schermen van de partijen die de beurzen doen werken

De moderne beurshandel is meer dan een spel van vraag en aanbod. Hij zou zo vlot en efficiënt niet lopen zonder de tussenkomst van allerlei marktpartijen. Die werken discreet, snel en hoogtechnologisch, en zijn onontbeerlijk voor een goede beurswerking. Onze noorderburen blinken erin uit. JEF POORTMANS

Op een boogscheut van België, in Amsterdam, huist een ecosysteem van bedrijven die cruciaal zijn voor de werking van de financiële markten in de hele wereld. Zonder hen zou de beurshandel niet zo efficiënt en goedkoop zijn als die nu is. Zonder hen zouden kopers en verkopers op de financiële markten elkaar niet zo snel vinden. Zonder hen zou de handel in aandelen, obligaties, ETF's, opties en andere afgeleide producten niet zo vlot verlopen als nu. Die partijen smeren de beurshandel door er altijd voor te zorgen dat er altijd zowel een vraag als een aanbod is. In het Engels noemt men ze '*market makers*', omdat ze de markt in bepaalde financiële instrumenten 'maken'. In het Nederlands spreekt men van handelaren voor eigen rekening of handelshuizen.

Liquiditeit als troef

De grootste drie in Nederland zijn Optiver, IMC en Flow Traders. Elk van hen is gespecialiseerd in verschillende niches van de beurshandel. Optiver en IMC hebben hun roots in de optiehandel en zijn daar heel sterk in. Flow Traders is dan weer snel op de kar gesprongen van de ETF's, fondsen die de waarde van een aandelen- of obligatie-index schaduwen – en faciliteert de handel erin.

De Nederlandse handelshuizen behoren tot de wereldtop, die voor de rest voornamelijk door Angelsaksische partijen wordt gedomineerd. Bij de vijftien grootste marktmakers zitten drie Nederlandse.

Naast die grote drie zijn er nog een dertigtal andere, groot en klein, goed voor een kleine 300 miljoen euro aan Nederlandse belastinginkomsten ieder jaar en meer dan 1.200 voltijdse banen.

Los van hun specialismen en niches zitten er een aantal rode lijnen in wat ze doen. "Marketmakers geven altijd een tweezijdige markt af. Ze zetten dus zowel bied- als laatprijzen in de markt", zegt Martijn Rozemuller, de oprichter van het Nederlandse Think-ETF's dat later opgegaan is in de ETF-aanbieder VanEck.

Die tweezijdige markt is een troef voor andere beleggers. "Stel dat ik wil verkopen en ik moet wachten tot er iemand wil kopen, dan kan dat soms lang duren. De handelshuizen gaan het risico aan om mij sneller van mijn positie af te





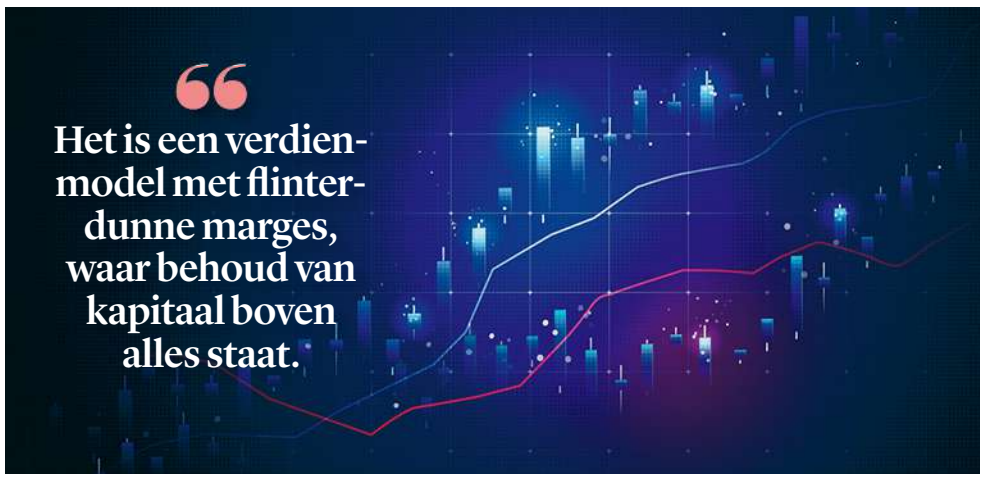
'Zonder marketmakers zou je als belegger veel slechter af zijn' MAARTEN MOSSELMAN, VOORMALIGE OPTIETRADER BIJ EEN HANDELSHUIS



helpen. Het verschil tussen de prijs waartegen ze het van mij kopen en de prijs waaraan ze het later doorverkopen, is hun verdienmodel. En ik als verkoper betaal dat verschil voor het gemak om snel van mijn positie af te zijn."
Liquiditeit is de ultieme troef van de handelshuizen, die ook wel 'liquiditeitsverschaffers' worden ge genoemd. "Liquiditeit is het bestaansrecht van handelshuizen. Daarmee brengen ze vraag en aanbod sneller bij elkaar en wordt de beurshandel voor particuliere beleggers veel goedkoper en efficiënter", legt Martijn Rozemuller uit.
"De gemeenschappelijke deler onder al die handelshuizen is liquiditeit", zegt ook Matthijs Pars, de CEO van de Association of Proprietary Traders, de Nederlandse brancheverenigingvan handelshuizen. "Ze zijn altijd op de markt aanwezig, in tegenstelling tot reguliere vermogensbeheerders zoals pensioenfondsen."

FINANCIËLE MARKTEN
Handelshuizen maken dat de beurshandel vlotter loopt dan ooit.

Behalve voor liquiditeit zorgen handelshuizen er ook voor dat er op de markten heel veel informatie circuleert over de prijzen van de instrumenten waarin ze handelen. Die continue informatiestroom zorgt voor een efficiënte prijsvorming op de beurzen.
De meerwaarde van de marktmakers voor particuliere beleggers is een goedkopere en efficiëntere beurshandel. "De handelshuizen concurreren met elkaar om de beste prijzen in de markt te kunnen



zetten. Daardoor kunnen particuliere beleggers tegen heel lage kosten handelen", zegt Maarten Mosselman, een voormalige optietrader bij een handelshuis. "Twintig jaar geleden waren de spreads (de kloof tussen bied- en laatprijzen, *nvdr*) enorm. Als je iets wilde kopen, moest je een extra bedrag neerleggen om een transactie überhaupt te kunnen doen. Nu is dat maar enkele centen meer. Ik vond onlangs het uittreksel terug van mijn eerste aandelentransactie uit het begin van de jaren negentig. Het is niet te geloven wat ik toen moest betalen aan de bank en de beurs, en hoe groot de spread was."

Meer techbedrijven dan financiële spelers

Omdat handelshuizen steeds met de dubbele pet van koper en verkoper in de markt staan, is risicobeheer extreem belangrijk, meer nog dan voor andere financiële partijen. Het is een verdienmodel met flinterdunne marges, waar behoud van kapitaal boven alles staat.

Dat het serieus mis kan gaan, bewees het Amerikaanse handelshuis Knight Capital in 2012. Door een menselijke fout liet het software lopen op computers die verbonden waren met de echte beurs, in plaats van met testcomputers. Daardoor stuurde het per ongeluk voor 7 miljard dollar kooporders naar de beurs. Het werd gered van de ondergang door een overname.

Er zijn verschillende niches onder de handelshuizen. Voormalig Flow Traders-CEO Sjoerd Rietberg maakt het onderscheid tussen de optiemarkten en de cashmarkten. Die laatste zijn onder andere actief in aandelen of ETF's. "Handelen in opties vergt een meer complexe waarderingsmethode, omdat er meer onzekere elementen in het spel zijn. Die onzekerheid over de correcte prijsbepaling inschatten is iets aparts. Marketmakers in opties moeten het vooral hebben hebben van analytisch vermogen en rekenkracht", legt hij uit. "Het voordeel van ETF's is dat je vrijwel altijd precies weet wat die waard zijn, omdat de waarde van de onderliggende effecten meestal bekend is. Er is dus weinig onzekerheid over de prijszetting, maar je moet wel altijd weten wat er onderliggend in welke ETF zit om te kunnen inspelen op prijsverschillen tussen die twee. Dat vergt vooral precies werken en snelheid."

Achter de handelsbeslissingen van marketmakers gaan vernuftige softwaremodellen en berekeningen schuil. Die berekenen voor de instrumenten waarin ze handelen de intrinsieke prijs en zetten die af tegen de prijsinformatie die erover in de markt zit.

Dat is het makkelijkst uit te leggen voor een ETF. Die volgt een index, zoals de Bel-20, waardoor de onderliggende waarde van elke ETF makkelijk te bepalen is, in dit geval de gezamenlijke waarde van alle Bel-20-aandelen. Wanneer er veel vraag is naar de Bel-20-ETF, kan de marktprijs van de ETF stijgen ten opzichte van het onderliggende mandje met Bel-20-aandelen. In dat geval zal een handelshuis de aandelen van dat goedkopere Bel-20 mandje kopen en de ETF verkopen. Aan het einde van de dag zal dat handelshuis die Bel-20-aandelen aan de ETF-uitgever bezorgen in ruil voor ETF-aandelen die het vervolgens levert aan de koper van de ETF. De winst voor het handelshuis is dan het verschil tussen het goedkopere Bel-20-mandje en de duurdere ETF-aandelen. De koers van die twee komt dan weer op dezelfde lijn. Zo spelen handelshuizen in op de continue prijsverschillen tussen een ETF en de onderliggende index.

De activiteiten van de handelshuizen zijn de afgelopen decennia steeds meer op technologie gestoeld, net zoals de beurshandel zelf helemaal elektronisch is beginnen te lopen. “Vijfentwintig jaar geleden was het een open markt waar iedereen die een beetje snel kon rekenen zich kon laten gelden op de vloer en zo handelaar kon worden”, vertelt Maarten Mosselman. Die tijden zijn voorbij.
Sjoerd Rietberg heeft de technologische evolutie van dichtbij meegemaakt. “Eerst was het handelen met een excelsheet die op een slimme manier aan de beurs gekoppeld was. Daarna werd stilaan eigen software ontwikkeld waarmee je de informatie over de producten waarin je handelt beter kunt analyseren en automatiseren”, vertelt hij. “Vroeger volgde een handelaar 20 tot 30 producten op, nu zijn dat er tot 3.000. ”

Van beurspioniers tot flitshandel

De redenen waarom Nederlandse handelshuizen wereldspelers zijn geworden, gaan terug tot in de zeventiende eeuw. “Nederland had een van de eerste aandelenbeurzen ter wereld. Het aandeel van de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) was het eerste aandeel dat daarop noteerde”, legt Matthijs Pars van APT uit. “Toen had je al de eerste generatie handelaren voor eigen rekening die met een stapeltje VOC-aandelen de markt maakten.”
Een versnelling voor de Nederlandse handelshuizen kwam er toen in 1978 in Amsterdam de eerste Europese optiebeurs – de European Options Exchange (EOE) – werd opgetuigd. “De directeur, Tjerk Westerterp, is toen met opties de boer opgegaan, waardoor er in Nederland een bloeiende handel in opties onder particuliere beleggers is ontstaan”, vertelt Martijn Rozemuller van VanEck. “Daaruit zijn de grotere Nederlandse handelshuizen ontstaan.”

> **‘In een situatie waarin de meeste beleggers het moeilijk hebben, doen marketmakers het vaak goed. Dat is soms moeilijk uit te leggen’**
> SJOERD RIETBERG, VOORMALIGE CEO FLOW TRADERS



“Daarnaast ligt Nederland op een strategische plek waar verbindingen tussen kapitaalmarkten en technologie samenkomen. Daardoor worden nieuwe ontwikkelingen snel opgepikt en kunnen de Nederlandse handelshuizen voorop blijven”, voegt Sjoerd Rietberg nog toe.
De snelheid en het analytische vernuft maken hun activiteiten weinig tastbaar en ietwat mysterieus voor leken en particuliere beleggers. De meeste marketmakers zijn heel discreet omdat die verwarring soms voor een slechte beeldvorming zorgt. Als ze al in de media komen, is het vaak onder het mom van zogenoemde flitshandelaars of *high frequency traders*. De bestseller *Flash Boys* van Michael Lewis, eveneens de auteur van *The Big Short*, populariseerde die term.
Het boek vertelt het verhaal van marketmakers die dankzij speciale connecties met de beurzen, bepaalde beursorders sneller te zien krijgen dan de rest van de markt, een praktijk die intuïtief als oneerlijk voelt en waar veel kritiek op is gekomen. “Die vorm van flash trading heeft nooit bestaan in Europa”, zegt Matthijs Pars. “Dat is gewoon handel met voorkennis, dat kan niet”, voegt Sjoerd Rietberg toe. Het heeft wel de publieke opinie over marketmakers beïnvloed.
“Het is hoe dan ook een lastige business om goed uit te leggen”, zegt Sjoerd Rietberg. “Daar komt bij dat wanneer er veel tumult is op de financiële markten, handelshuizen meer verdienen. Zij profiteren van de volatiliteit, maar die is wel gewoon het gevolg van het handelsgedrag en de emoties op de beurzen op dat moment. Dus in een situatie waarin de meeste beleggers het moeilijk hebben, doen marketmakers het vaak goed. Dat is soms moeilijk uit te leggen. Mede daarom is Flow Traders in 2015 naar de beurs gegaan. Om meer transparantie te geven over wat we doen en het businessmodel meer kenbaar te maken.”
“Particuliere beleggers moeten vooral niet denken dat ze op de beurs concurreren met handelshuizen. Zij zetten hun snelheid vooral in om elkaar te beconcurreren en de beste marktprijzen af te geven”, zegt Maarten Mosselman. “Zonder marketmakers zou je als belegger veel slechter af zijn.” t