

Jan Dobber: 'Er is nog ruimte voor prijsverbetering'

Even googelen op Jan Dobber levert weinig op. Hij opereert in stilte. Hij heeft geen relatie met de gelijknamige Jan Dobberschool in Haarlem. Jan Dobber was directeur van het beurshandelsbedrijf Optiver. Dit bedrijf is in 1986 opgericht. Toen was het nog een klassieke market maker op de optiebeurs. Dat is nu anders. Op de website van Optiver staat: 'Today, we are one of the leading international proprietary trading firms, employing more than 550 employees worldwide.'

Dobber heeft, na zijn terugtreden, een aanzienlijk deel van zijn belang verkocht, maar is ondernemer gebleven. Hij meldt spontaan nog wel aandeelhouder van Optiver te zijn, maar hij bemoeit zich niet meer met de dagelijkse operatie. Hij is nu investeerder in bedrijven. Ik wil processen altijd efficiënter maken, zegt hij. Op die manier blijf je de concurrentie een stap voor, terwijl je de markt in zijn geheel ook efficiënter maakt. Hij investeert o.a. met Willem Middelkoop in het Gold and Discovery Fund.

Aan dat efficiënter maken van de markt draagt hij indirect nog steeds bij. Optiver is aandeelhouder van het handelsplatform Chi-X dat naar verluidt gekocht gaat worden door het Amerikaanse bedrijf Bats. We spraken met een ontspannen en energiek ogende Jan Dobber over de toekomst van de handel.

Is er nog ruimte voor een centrale marktplaats?

Een belangrijke functie van een beurs is bieden van de gelegenheid tot 'price discovery'. Professionele handelspartijen op een markt stellen risicokapitaal ter beschikking om de handel mogelijk te maken. Een handelaar neemt risico. Hij heeft uiteindelijk altijd een eigen boek. Als je geen eigen positie hebt, kun je de handel niet faciliteren. De handel heeft dus een belang bij het verschaffen en in stand houden van liquiditeit. Professionele handelaren zullen hun kapitaal daar inzetten, waar zij de meeste waarde toevoegen. Omdat een handelaar alleen beloond wordt als hij daadwerkelijk een transactie doet, wordt hij automatisch geprikkeld om de hoogste biedprijs en de laagste laatprijs af te geven. In dat geval zullen de marges tussen bied- en laatkoersen optimaal zijn. De directionele order flow – de orders van eindbeleggers – wordt dan op



Jan Dobber (1963) is actief in de financiële sector sinds 1985. Na een periode bij ABN AMRO Bank kwam hij bij het net opgerichte Optiver terecht. Gedurende zijn 17 jaar bij Optiver is hij als directeur mede verantwoordelijk voor het uitgroeien van Optiver tot één van de grootste en meest vooraanstaande handelshuizen met een wereldwijd netwerk in zowel de aandelen- als derivatenmarkten. Sinds zijn vertrek bij Optiver is hij actief als investeerder in en adviseur van hedgefondsen en als informal investor. Banken en andere financiële instellingen beroepen zich regelmatig op zijn expertise op het gebied van financiële markten.

de meest efficiënte manier verwerkt. Je zou kunnen zeggen, dat als er één keer per dag op één plaats een veiling plaatsvindt, de prijsvorming en de liquiditeit optimaal zijn. Dat is niet de werkelijkheid en het is voor de grote fondsen met veel handel ook niet nodig.

Je ziet dat er sprake is van golfbewegingen. Er is altijd buitenbeurshandel geweest. Institutionele beleggers wikkelden vroeger ook grote transacties af buiten de beurs om, al dan niet op een eigen platform. Er was ook concurrentie tussen beurzen. In Duitsland kon je ook derivaten kopen op Nederlandse fondsen. Met indices lag – en ligt – dat moeilijker, want voor een derivaat op een beursindex moet je royalty's betalen.

Door de invoering van MiFID verwachtte iedereen dat de handel buiten de beurs om, op alternatieve beurzen, een grote vlucht zou nemen. We zien nu wel dat de spreads tussen bied- en laatkoersen op alle beurzen wat groter zijn geworden, en dat het aantal aandelen waarvoor deze prijs geldt is afgenomen. Dat komt niet alleen door de grotere volatiliteit en de risicoaversie. Ook voor het omvallen van Lehman zag je al dat de spreads wat opliepen. Dat komt door het meer gefragmenteerd worden van de handel. Er zijn meer alternatieven waardoor de handel per platform soms dunner wordt. Uiteindelijk zal er een optimum ontstaan tussen de handel op een centrale plaats en die op alternatieve platforms. Er is meer concurrentie en dat is uiteindelijk goed.

Het zegt al genoeg dat Euronext zijn prijzen voor large caps heeft verlaagd. Daar zat dus nog ruimte.

Is de handel goedkoper geworden?

Dat is nog maar de vraag. Aan de ene kant zie je dat de belegger meer mogelijkheden krijgt. Dat is een goede zaak. Maar er zijn ook nadelen. Als je via de centrale markt handelt, dan weet je dat de clearing via een centrale counterparty loopt. Je bent er nagenoeg zeker van dat je de stukken geleverd krijgt. Handel je via een alternatief platform, dan kan het zijn dat je niet via zo'n partij cleart. De transactie kan ook via een broker lopen. Er is dan sprake van een counterparty risk. Als de broker omvalt, kunnen er problemen ontstaan. Dat hebben we gezien bij het omvallen van Lehman. De curatoren zijn nog steeds bezig met het afwikkelen van het faillissement. Wie de stukken van een verkooptransactie nog wil leveren, krijgt nul op het rekest, want daar zit de curator niet op te wachten. Als je gekocht had, en je moet afnemen, dan heb je geen keus. De curator zal er ongetwijfeld voor hebben zorg gedragen dat deze transactie reeds is afgewikkeld. Het risico is dus niet symmetrisch. Als je de stukken niet hebt kunnen leveren, loop je prijsrisico. Je zult ze alsnog moeten verkopen tegen de actuele koers en die kan lager zijn. Het is niet zo dat je je geld kwijt bent, want het is delivery versus payment. Je krijgt je geld wel, maar de hoofdsom kan wel lager zijn bij de actuele prijs.

De transactie is misschien wel goedkoper, maar de belegger moet rekening houden met andere risico's. Bij handel via een alternatief platform treden extra risico's op. Professionele partijen zijn zich daarvan bewust, maar of de particulier snapt wat de risico's zijn, weet ik niet. Je zult alle kosten en risico's van een transactie mee moeten nemen. Bij best execution denken de meeste beleggers aan de laagste prijs en de snelste uitvoering. Ik vind de nadruk op snelle uitvoering wat eenzijdig. Bij een goede orderuitvoering gaat het om veel meer aspecten. In dat opzicht heeft MiFID het leven niet eenvoudiger gemaakt.

Levert de fusie tussen beurzen voordelen op?

De belegger zal meer keuze krijgen, maar de voordelen zijn nog niet maximaal. Elke beurs heeft zijn eigen clearing. In de VS is dat anders. Daar is één centraal clearing house. Daardoor kun je makkelijker tussen verschillende platforms kiezen. Het begrip best execution is in de VS veel duidelijker.

Halen de alternatieve platforms de krenten uit de pap?

Ongetwijfeld. Het zegt al genoeg dat Euronext zijn prijzen voor large caps heeft verlaagd. Daar zat dus nog ruimte. Dat is het effect van concurrentie.

Houdt de centrale markt zijn unieke positie voor listing vast?

Waarom zou Euronext daarin een bijzondere positie hebben? De markt bepaalt zelf wel wat er gaat gebeuren. Neem nu het bedrijf van Peter Paul de Vries. Zijn vehikel Value8 – ontstaan door een reverse takeover – biedt een alternatief voor een IPO. De aanbieders dicteren niet hoe de markt eruit zal zien. De markt zoekt zelf naar een optimale oplossing. De aanbieders moeten zich aanpassen aan de vraag.

Welke voorwaarden zijn er nodig voor zo'n optimum?

Het is belangrijk dat beleggers zekerheid hebben over een goede uitvoering en afwikkeling van orders. De derivatenmarkt kan zich in Nederland zo goed ontwikkelen, omdat er een goed systeem van clearing is. Dat draagt bij aan het vertrouwen van beleggers in de markt. Dan zie je dat die markt zich goed ontwikkelt.

Wat vind je van flash trading?

De bedoeling van MiFID was, dat door de concurrentie tussen platforms de marges kleiner zouden worden. Bij flash trading is dat niet het geval. Een handelsplatform moet voordat ze een trade op het eigen platform afwikkelen – dat kan betekenen dat er interne matching plaatsvindt – eerst de order aan de markt laten zien. Daar hebben ze milliseconden de tijd voor. Het kan zijn dat een andere partij die order dan overneemt. Hitten noemen we dat. Maar dat gebeurt niet noodzakelijk tegen een betere prijs, want het is heel goed mogelijk dat de evenwichtsprijs een stukje onder de gequote prijs ligt. Je hebt pas echt prijsverbetering als de trade wordt gedaan tegen een iets lagere prijs. Als er volledige transparantie zou bestaan, dan trad die prijsverbetering wel op.