

KATHOLIEKE UNIVERSITEIT LEUVEN

ONDERZOEKSEENHEID
CENTRUM VOOR ECONOMISCHE STUDIËN

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN
2008/122

**MiFID: COMPETITIE OP FINANCIËLE MARKTEN EN
FINANCIËEL TOEZICHT**

Hans Degryse*

Oktober 2008

D/2008/2020/20

* CentER-Tilburg University en TILEC. Dit is een verkorte en recentere versie van de rede uitgesproken naar aanleiding van het opnemen van de TILEC-AFM leerstoel over financieel gedragstoezicht aan de Universiteit van Tilburg; dit Leuven Economisch Standpunt is eveneens verschenen in een speciale editie van Economische en Statistische Berichten (ESB) op 19 september 2008 over financiële regulatie. Hans Degryse is tevens CESifo research fellow en was tot voor kort verbonden als hoogleraar aan de K.U. Leuven.

Verantwoordelijke uitgever: Professor Patrick Van Cayseele
Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen

De “Leuvense Economische Standpunten” worden opgevat als een vrije wetenschappelijke tribune waarin de stafleden van de Faculteit Economie en Bedrijfswetenschappen opiniërende studies en essays publiceren. De opzet bestaat erin om op bevattelijke wijze een reeks van inzichtsverhelderende en beleidsoriënterende economische standpunten te brengen. Onze beweeglijke wereld heeft hieraan wel behoefte. Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen. Leuvense Economische Standpunten zullen alleen de visie van de auteur vertolken. Zij kunnen dus niet doorgaan als de visie van een instelling.

U kan een elektronische versie van de LES terugvinden op de website van de faculteit:
www.econ.kuleuven.be/onderzoek.htm.

Reacties op de Leuvense Economische Standpunten zijn altijd welkom bij
Karla.VanderWeyden@econ.kuleuven.be

1. INLEIDING

De 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 evenals regulatie en toezicht bepalen 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 te voeren. Zo worden sommige aandelen niet alleen genoteerd op verschillende traditionele aandelenbeurzen, investeerders kunnen ook aandelen verhandelen 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 (e.g. the Economist november 2006). Aan de andere kant eisen de klanten lagere tarieven en dreigen belangrijke klanten zoals investeringsbanken om hun eigen handelsplatformen op te zetten.

Deze evolutie doet de interesse over de gevolgen van concurrentie tussen financiële markten aanwakkeren. De theorie over de micro-organisatie van financiële markten (micro marktstructuur) richt zich vooral op competitie binnen één financiële markt. Het is slechts vrij recent dat dit vakgebied de vraag over competitie tussen verschillende financiële markten is gaan bestuderen. Deze bijdrage geeft een overzicht van de theoretische en empirische academische literatuur met als doel de verwachte implicaties van MiFID te bestuderen (zie ook Casey and Lannoo, 2006; Davies, 2008; en Gomber en Gsell, 2006). Zo wordt de bescherming van de belegger, de rol van transparantie en toegang tot markten besproken. Tot slot wordt stilgestaan bij de implicaties van MiFID voor financieel toezicht. De rest van deze bijdrage wordt als volgt gestructureerd. De tweede sectie start met de implicaties van MiFID op de mogelijke handelsplatformen. Sectie III bespreekt kort de inzichten over competitie tussen financiële markten. Sectie IV handelt over marktontwerp en de verwachte implicaties. Sectie V sluit af met een aantal implicaties voor beleid en financieel toezicht.

2. 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 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 (i) meer uitgebreide gedragsregels voor beleggingsondernemingen ter bescherming van de belegger invoert; en (ii) toelaat dat nieuwe handelsplatformen ontstaan die voldoen aan uitgebreide regels voor het afhandelen en uitvoeren van orders in financiële instrumenten. MiFID, net zoals zijn tegenhanger in de VS, Reg NMS, heeft als doelstelling een eerlijk speelveld tussen verschillende handelsplatformen te creëren.

MiFID volgt het zogenaamde Lamfalussy proces dat een onderscheid maakt tussen vier stappen van implementatie. Stap 1 is de richtlijn zelf die in april 2004 werd goedgekeurd door het Europese 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). Tenslotte zal stap 4 zorgen voor een consistente applicatie 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 concentratieregel opleggen, zodat alle orders van de kleinere investeerder via de centrale gereguleerde markt dienden uitgevoerd te worden. Dit beperkte de competitie voor de bestaande gereguleerde markten. Davies, Dufour and Scott-Quinn (2005) geven een overzicht van de situatie pre-MiFID in vijf grote Europese landen en bestuderen de implicaties van MiFID. Ze argumenteren dat de financiële markten in Frankrijk, Italië en Spanje sterk beïnvloed zijn door de concentratieregel 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 concentratieregel 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 midden de jaren 80 en recenter EuroSETS met als doelstelling actieve handel in Nederlandse fondsen te organiseren in Londen. Met het verwijderen van de concentratieregel kunnen orders uitgevoerd worden op andere

handelsplatformen buiten de gereglementeerde markt om. Andere landen zoals Duitsland hebben een regel die vereist dat beleggingsondernemingen hun orders op de gereglementeerde markt uitvoeren tenzij de investeerder er bewust voor kiest op een andere markt te handelen (zie Gomber en Gsell, 2006). Zowel de concentratieregel als de regel die vereist dat orders op de gereglementeerde markt worden uitgevoerd tenzij anders aangegeven impliceren een voordeel voor de gevestigde gereglementeerde markt. Onder MiFID is de concentratieregel afgeschaft zodat orders van de kleinere investeerder niet meer naar de centrale gereglementeerde markt moeten.

MiFID voorziet dat naast gereglementeerde markten ook andere alternatieve handelsplatformen kunnen concurreren voor orders. Onder MiFID worden twee alternatieven geboden namelijk 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 gereglementeerde markt om 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 handel voeren. Een MTF en een gereglementeerde markt verschillen in het feit dat een gereglementeerde markt daarenboven duidelijk en transparante regels moet hebben over de informatieverschaffing van de genoteerde aandelen of andere financiële producten.

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

De belegger krijgt de keuze tussen verschillende handelsplatformen wanneer hetzelfde financiële actief op deze platformen genoteerd wordt. De volgende sectie behandelt kort de theorie over competitie tussen financiële markten. De doelstelling is inzichten te

formuleren over de drie kernzaken waar het bij MiFID over gaat namelijk bescherming van de belegger, markttoegang en transparantie.

3. COMPETITIE TUSSEN MARKTEN: THEORIE

Competitie op financiële markten en het marktontwerp is een belangrijk onderzoeksvoorwerp van het onderzoek betreffende micro marktstructuur. De graad van transparantie, omvang van de minimum tick, continuummarkt versus fixingmarkt, en aanbieders van liquiditeit bepalen de competitiviteit van financiële markten. De geïnteresseerde lezer kan Biais, Glosten and Spatt (2005) of De Jong en Rindi (2008) consulteren voor een overzicht van al deze kwesties.

De implicatie van de opkomst van nieuwe handelsplatformen is dat investeerders hun orders kunnen verspreiden over één of meerdere platformen. De verschillende handelsplatformen voeren nu competitie voor orders. De vraag die deze sectie wil beantwoorden is hoe competitie tussen financiële markten de liquiditeit van de markt, gemeten via bijvoorbeeld hoeveelheid orders, handelsgrootte en omvang van bid-ask spread, beïnvloedt. We verwijzen respectievelijk naar Degryse, Van Achter en Wuyts (2006, 8) voor 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) argumenteren 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, i.e. dat liquiditeit verspringt van een markt naar een andere markt wordt daarom weinig geobserveerd (zie echter de verspringing in liquiditeit in de German Bund in 1998 van Liffe die eerst bijna alle handel had naar Eurex die plots het handelsplatform was waar alle handel zich concentreerde). Deze literatuur argumenteert dat er kosten verbonden zijn aan fragmentatie van orders over verschillende markten. Fragmentatie van orders impliceert dat orders kunnen uitgevoerd 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 enkel handelen omwille van exogene redenen). Deze heterogeniteit impliceert dat orders niet homogeen zijn 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 marktkwaliteit 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 omwille van een grotere kans op uitvoering, zodat investeerders nu grotere pakketten aandelen kunnen verhandelen tegen dezelfde bid-ask spread (Glosten, 1998).

4. MARKTONTWERP : VERWACHTINGEN VOOR MiFID OP BASIS VAN EMPIRIE UIT DE VS 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 die onderzocht hebben hoe vooral in de VS alternatieve verhandelingsystemen competitie hebben geaffecteerd. In de volgende sectie worden de verwachtingen over de impact van MiFID geformuleerd.

4.1. Bescherming van de investeerder: fragmentatie en de invloed op liquiditeit.

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 VS en Europa (voor een overzicht zie Degryse en Van Achter, 2002, en Degryse, 2007).

De aandelenbeurzen in de VS hebben eind jaren 90 sterke concurrentie ondervonden van een aantal alternatieve verhandelingsystemen. De meest succesvolle alternatieve verhandelingsystemen zijn de ECNs die sterk gegroeid zijn sinds de introductie van de Order Handling Rules in 1997 (Sussman, 2005). Hun marktaandeel was ongeveer 40% in aandelen verhandeld op Nasdaq en 3% in aandelen op NYSE (cijfers voor 2004; zie Stoll, 2005). ECNs hebben dus meer succes in aandelen genoteerd op Nasdaq dan op NYSE. De reden is dat ECNs 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 stipuleert dat orders aan de best mogelijke prijs moeten uitgevoerd worden. Weston (2000) schrijft het succes van ECNs 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 ECNs plaatsen beschikbaar te maken voor het publiek zodat strategieën tot prijsdiscriminatie moeilijker worden. Een tweede reden is technologische vooruitgang. De gereguleerde markten in de VS stonden technologisch minder ver dan deze in Europa, wat de ECNs toeliet om via een beter presterend systeem een substantieel marktaandeel aan te trekken.

Een aantal academische studies hebben de impact van ECNs op de markt kwaliteit van de traditionele beurzen in de VS onderzocht. Deze zijn o.a. Huang (2002), Simaan, Weaver en Whitcomb (2003), Domowitz (2001), Barclay, Hendershott en McCormick (2003), Weston (2000), Conrad, Johnson, en Wahal (2003), Benhamou en Serval (2000), Domowitz, Glen en Madhavan (2001), en Domowitz en Steil (1999). De meeste studies bekijken de impact van de ECNs op Nasdaq omwille van hun groter marktaandeel. Hoewel het niet eenvoudig is al hun bevindingen samen te vatten kunnen we toch stellen dat

- Een toename in het marktaandeel van de ECNs leidt tot lagere bid-ask spreads en grotere diepte (meer aandelen aanwezig gegeven een bepaalde spread) op Nasdaq
- ECNs toelaten om lagere transactiekosten te realiseren en dit niet omdat ze eenvoudiger orders aantrekken
- ECNs een belangrijke bijdrage leveren aan ontdekking van de evenwichtsprijs
- ECNs 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 voeren op vooraf bepaalde tijdstippen maar tegen een prijs die bepaald wordt op een gereguleerde markt. Crossing netwerken zijn weinig transparant, zodat er slechts beperkt empirisch materiaal ter beschikking is. Gresse (2006), bijvoorbeeld, bestudeert de impact van het crossing netwerk opgericht door de Investment Technology Group, POSIT, op de liquiditeit van het dealermarkt segment 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 een tweetal percent, en dat de kans op uitvoering van de ingestuurde orders relatief laag is (2-4%). Daarenboven rapporteert ze dat de activiteit op POSIT geen nadelige effecten genereert voor de dealermarkt van de London Stock Exchange, waar de bid-ask spreads dalen.

Conrad, Johnson en Wahal (2003) bestuderen een vertrouwelijke dataset waarbij de investeerders kiezen tussen crossing netwerken, ECNs en intermediars voor hun orders. Ze vinden dat crossing netwerken substantieel lagere transactiekosten hebben dan intermediars. Dit is te danken aan 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 and Ødegaard (2006) bestuderen de handel van het Norwegian Petroleum Fund. Hun bevindingen zijn in lijn met Conrad et al. (2003) doch zij wijzen ook op een mogelijke extra kost bij niet uitvoering op een crossing netwerk daar de prijzen bij de latere uitvoering op een ander systeem tegen de investeerder kunnen bewegen.

4.2. Markt toegang

MiFID introduceert in navolging van de Investment Services Directive een EU-paspoort voor beleggingsondernemingen. De lidstaten moeten ervoor zorgen dat beleggingsondernemingen die een paspoort hebben van een andere lidstaat toegang hebben tot (1) de gereguleerde markten en (2) de afhandelingsystemen van een effectentransactie in hun 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 het 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 VS waarbij de economische redenering is dat een niet toepassing 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 omwille van het feit dat investeerders de tijdsprioriteit 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 toenemen. Daarenboven 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.

4.3. 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 voor aandelen die een notering hebben op gereguleerde markten. MTFs en gereguleerde markten worden verplicht onder MiFID de prijzen en de diepte van de markt openbaar maken voor alle marktpartijen. MiFID legt deze verplichting ook op aan systematische internaliseerders maar enkel 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 ECNs die typisch een transparant limietorderboek hebben, zijn crossing netwerken heel ontransparant zowel wat pre- als post-trade transparantie betreft. Pre-trade transparantie op een markt laat free-riding gedrag toe door de andere markt: handel kan georganiseerd worden op basis van de evenwichtsprijs van de transparante markt (zie Hendershott en Mendelson (2000)). Degryse, Van Achter and Wuyts (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 hogere kans zullen uitgevoerd worden. Aan de andere kant creëert het sneller transparant maken van grotere orders de mogelijkheid dat de prijs tegen deze investeerders kan bewegen.

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 publiek maken van de vijf beste limiet orders in april 1990 op de Toronto Stock Exchange de liquiditeit van de markt doet afnemen. Daarenboven was er een negatief abnormaal rendement de dag dat de markten meer transparant werden. Andere onderzoeken vinden positieve liquiditeitseffecten. Boehmer, Saar en Yu (2005) bestuderen de toename van transparantie over de diepte van het orderboek op de NYSE in januari 2002. Ze vinden dat deze toegenomen transparantie aanleiding is tot een beter management van limietorders en bijgevolg een grotere bereidheid tot het aanbieden van liquiditeit.

Hendershott en Jones (2005) bestuderen de invloed van een verandering in pre-trade transparantie op een ECN, met name Island, op de liquiditeit van meerdere interagerende markten. Regulation ATS die de handel op de alternatieve handelsplatformen in de VS reglementeert legt op dat iedereen gelijke informatie moet hebben. Island besliste om Regulation ATS te omzeilen en volledig ontransparant te worden door hun limietorderboek aan niemand meer te tonen. Het marktaandeel van Island daalde met de helft met een verplaatsing naar de andere markten tot gevolg zoals Instinet, Archipelago, AMEX en de NYSE. De bid-ask spread nam toe op Island en nam af op de andere markten, maar het netto effect was niet eenduidig. Island herintroduceerde transparantie in oktober 2003 met een daling van de spreads tot gevolg, echter niet tot op het niveau van voordien.

5. CONCLUSIE: BELEIDSAANBEVELINGEN EN IMPLICATIES VOOR FINANCIËEL TOEZICHT

De bovenstaande analyse toont aan dat er een afweging bestaat tussen consolidatie met positieve liquiditeitsexternaliteiten en fragmentatie met de mogelijkheid tot meer competitie. De empirische evidentie uit voornamelijk de VS bewijst dat de nieuwe handelsplatformen een positieve bijdrage leveren aan de liquiditeit omdat de bid-ask spread verlaagt en de diepte en informatiele efficiëntie van de markt verhogt. Anders

uitgedrukt: de voordelen van competitie domineren de negatieve effecten van fragmentatie. Indien deze resultaten kunnen toegepast 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 verwijderen van de concentratieregel en de mogelijkheid om nieuwe handelsplatformen op te richten. MiFID biedt bijgevolg mogelijkheden voor zowel de vragers als de aanbieders van liquiditeit. De recente theoretische en empirische bijdragen tonen aan dat een aantal voorwaarden moeten voldaan 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 connecteren. Dit moet toelaten om smart routers in te zetten en elektronische bulkhandel mogelijk te maken. Daarom is toegang tot markten 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. Een best-execution beleid dat zich beperkt tot de 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 (1) de liquiditeit van de bestaande gereguleerde markt naar het nieuwe platform beweegt, en/of (2) het een nieuwe groep van investeerders kan aanboren door een alternatief marktontwerp aan te nemen. Tot op heden zijn een drietal belangrijke alternatieve platformen gelanceerd of aangekondigd. 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 10%. 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 gekend als het Project Turquoise. Het was duidelijk dat dit project potentieel heeft daar 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 Verenigde Staten heeft het ongeveer 10% 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 voor zijn agressieve prijszetting en het betalen van investeerders die liquiditeit aanbieden. Opmerkelijk is dat een aantal investeringsbanken twee of meer van de MTFs als BATS, project Turquoise en Chi-X ondersteunen. Er zijn ook een aantal initiatieven ontstaan die de nieuwe handelsplatformen toelaten om aan de rapporteringregels met betrekking tot transparantie te voldoen (zie bijvoorbeeld Markit BOAT en de Reuters Data Consolidation Service).

De gevestigde beurzen reageerden omwille van 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 NYSE-Euronext fusie 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 (1) een eigen MTF opgestart (Alternext), (2) biedt het diensten van systematische internalisatie aan voor beleggingsondernemingen waarbij Euronext de afwikkeling verzorgt, (3) zijn er toepassingen waar de prijs-tijdsprioriteit vervangen wordt door een prijs-beleggingsonderneming prioriteit (waarbij orders van eenzelfde beleggingsonderneming aan dezelfde prijs eerst gematcht worden vooraleer andere beleggingsondernemingen aan de beurt komen), (4) sluit het partnerships om een Europese “dark pool” op te zetten (Smart-Pool), en (5) zijn de tarieven voor algorithmic traders fors verlaagd in een poging om algorithmic traders terug te winnen. Mededingingsautoriteiten en financiële toezichthouders moeten het gedrag van de gereguleerde markten van kortbij opvolgen (zie bijvoorbeeld het onderzoek door de EU naar aanleiding van de verlaging van de tarieven van Euronext ten gevolge van het opstarten van EuroSETS).

MiFID start van home country control en is gebaseerd op principes, in tegenstelling tot RegNMS in de VS, dat gebaseerd is op regels. Ondanks de coördinatie door het Committee of European Securities Regulators bestaat het gevaar voor goldplating, interpretatie en implementatieproblemen. Zo laat MiFID bijvoorbeeld vrij veel discretie in de interpretatie van (1) de transactierapportage over aan elke individuele regulator en is het onduidelijk waar en hoe complexe transacties dienen gerapporteerd te worden (zie Davies, 2008), en (2) het best-execution beleid van elke beleggingsonderneming. Gedragstoezicht op financiële markten zal nog belangrijker worden daar de microstructuur literatuur aangeeft dat kleine wijzigingen in het marktontwerp soms grote gevolgen voor liquiditeit kunnen genereren.

Deze bijdrage wordt afgerond met twee andere uitdagingen voor financiële toezichthouders. De eerste betreft de consistente implementatie van best execution. Deze implementatie moet 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.

6. REFERENTIES

- ADMATI, A. en PFLEIDERER, P. (1991), Sunshine Trading and Financial Market Equilibrium, *Review of Financial Studies*, 4, pp. 443-481.
- BARCLAY, M., HENDERSHOTT, T. en MCCORMICK, T. (2003), Competition among Trading Venues: Information and Trading on Electronic Communications Networks, *Journal of Finance*, 58, pp. 2637-2666.
- BIAIS, B., GLOSTEN, L. en SPATT, C. (2005), Market Microstructure: A Survey of Microfoundations, Empirical Results, and Policy Implications. *Journal of Financial Markets*, 8, pp. 217-264.
- BOEHMER, E., SAAR, G. en YU, L. (2005), Lifting the Veil: An Analysis of pre-trade transparency at the NYSE, *Journal of Finance*, 60, pp. 783-815.
- CASEY, J.P. en LANNON, K. (2006), The MiFID Revolution: A Policy View, *Competition and Regulation of Network Industries*, 1, 515-534.
- CHOWDRY, B. en NANDA, V. (1991), Multimarket Trading and Market Liquidity. *Review of Financial Studies*, 3, pp. 483-511.
- CONRAD, J., JOHNSON, K. en WAHAL, S. (2003), Institutional Trading and Alternative Trading Systems. *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 99-134.
- DAVIES, R. (2008), MiFID and a changing competitive landscape, mimeo.
- DAVIES, R., DUFOUR, A. en SCOTT-QUINN, B. (2005), The MiFID: Competition in a new European Equity Market Regulatory Structure, mimeo.
- 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 VAN ACHTER, M. (2002). Alternative Trading Systems and Liquidity. In M. Balling, F. Lierman and A. Mullineux (eds.), *SUERF-colloquium book "Technology and Finance: Challenges, Business Strategies and Policymakers"*, Routledge, London and New York, Chapter 10.
- DEGRYSE, H., VAN ACHTER, M. en WUYTS, G. (2006), Crossing Networks: Competition and Design, *Competition and Regulation of Network Industries*, 453-469.
- DEGRYSE, H., VAN ACHTER, M. en WUYTS, G. (2006), Dynamic Order Submission Strategies with Competition between a Dealer Market and a Crossing Network. Forthcoming in *Journal of Financial Economics*.
- DOMOWITZ, I. (2001), Liquidity, transaction costs, and reintermediation in electronic markets, *working paper*.
- DOMOWITZ, I, GLEN, J. en MADHAVAN, A. (2001), Global equity trading costs, *working paper*.

- DOMOWITZ, I. en STEIL, B. (1999), Automation, trading costs and the structure of the securities trading industry, *Brookings-Wharton papers on Financial Services*.
- FOUCAULT, T. en MENKVELD, A. (2007), Competition for Order Flow and Smart Order Routing Systems, forthcoming in *Journal of Finance*.
- GENTZOGLANIS, A. (2006), Reg NMS and Competition in the Alternative Trading Systems in the US, *Competition and Regulation of Network Industries*, 1, 497-514.
- GLOSTEN, L. (1998), Precedence Rules, Working Paper, Columbia University.
- GOMBER, P. en GSELL, M. (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, C. (2006), The effect of crossing-network trading on dealer market's bid-ask spreads, *European Financial Management*, 2, 143-2006.
- HARRIS, L. (1993). Consolidation, Fragmentation, Segmentation and Regulation, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 5, pp. 1-28.
- HENDERSHOTT, T. en MENDELSON, H. (2000), Crossing Networks and Dealer Markets: Competition and Performance, *Journal of Finance*, 55, pp. 2071-2115.
- HENDERSHOTT, T. en JONES, C. (2005), Island Goes Dark: Transparency, Fragmentation, and Regulation, *Review of Financial Studies*, 18, pp. 743-793.
- HUANG, R. (2002), The Quality of ECNs and Nasdaq Market Makers Quotes, *Journal of Finance*, 57, pp. 1285-1317.
- DE JONG, F. en RINDI, B. (2008), *The Microstructure of Financial Markets*, Cambridge University Press, forthcoming.
- MADHAVAN, A. (2000), Market Microstructure: A Survey, *Journal of Financial Markets*, vol.3, pp. 205-258.
- MADHAVAN, A., PORTER, D. en WEAVER, D. (2005), Should Securities Markets be Transparent, *Journal of Financial Markets*, 8, pp. 266-288.
- NÆS, R. en ØDEGAARD, B. (2006), Equity Trading by Institutional Investors. To Cross or Not to Cross? *Journal of Financial Markets*, 9, pp. 79-99.
- O'HARA, M. (1995), *Market Microstructure Theory*, Blackwell, Cambridge, MA.
- PAGANO, M. (1989), Trading Volume and Asset Liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 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, November 18th, pp. 72-76.

WESTON, J. (2000), Competition on the Nasdaq and the Impact of Recent Market Reforms, *Journal of Finance*, 55, pp. 2565 – 2598.

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

- 1976
1. Louis BAECK, De inflatoire groeimachine. (uitgeput)
 2. Paul DE GRAUWE, Theo PEETERS, De recente inflatie: een structureel of een monetair probleem? (uitgeput)
- 1977
3. K. TAVERNIER, Krachtlijnen voor een Belgisch stabilisatiebeleid. (uitgeput)
 4. Paul DE GRAUWE, Korporatisme en werkloosheid. (uitgeput)
 5. Paul VAN ROMPUY, Enkele structurele aspecten van de crisis. (uitgeput)
 6. Louis BAECK, Naar een nieuwe groeicyclus met een ander groeipatroon.
- 1978
7. Louis BAECK, Politiek verantwoordelijk handelen en socio-economisch optimum. (uitgeput)
 8. Paul DE GRAUWE, Bureaukratische controle en het economisch systeem.
 9. Paul VAN ROMPUY, Guido DE BRUYNE, De regionalisatie economisch bekeken. (uitgeput)
 10. Louis BAECK, De nieuwe internationale economische orde en haar kritische tegenhangers. (uitgeput)
 11. Theo PEETERS, Economisch federalisme: lessen uit het buitenland.
 12. Dirk HEREMANS, Economische autonomie en economische unie, krachtlijnen voor een duurzame oplossing.
- 1979
13. Paul DE GRAUWE, Arbeidsduurvermindering en tewerkstelling.
 14. Economisch Federalisme. (uitgeput)
Deel I: Financiële middelen en herverdeling, Paul VAN ROMPUY, Albert VERHEIRSTRÆTEN, Regionale Herverdelings- en Financieringsstromen. Theo PEETERS, Financiële middelenvoorziening voor gemeenschappen en gewesten.
 15. Economisch Federalisme.
Deel II: Organisatie en bevoegdheden, Dirk HEREMANS, Verkaveling van bevoegdheden en economische unie.
Vic VAN ROMPUY, Economisch stelsel en verdeling van bevoegdheden.
- 1980
16. Guy CLEMER, Karel TAVERNIER, Tewerkstelling en inkomensmatiging in België: een onvermijdelijke keuze.
 17. Louis BAECK, Lokomotief strategie: met stoom uit de Eurovalutamarkt. (uitgeput)
 18. Michel DOMBRECHT, Theo PEETERS, Sanering van de overheidsfinanciën: gevaarlijk of onvermijdelijk?
- 1981
19. Paul DE GRAUWE, Marcia DE WACHTER, Productie, tewerkstelling en verdeling. Een neo-liberale benadering.
 20. Louis BAECK, De jaren tachtig in perspectief. (uitgeput)
 21. Paul VAN ROMPUY, Patrick VAN CAYSEELE, Raming van de geregionaliseerde lopende rekening van de overheid in 1979.
 22. Paul DE GRAUWE, Loonkosten, energiekosten en kapitaalkosten. België gedurende 1970-1980. (uitgeput)
 23. Frans SPINNEWYN, Een verzekeringstechnische benadering van de werkloosheidsverzekering.
- 1982
24. Louis BAECK, Herstelbeleid, vroeger en nu. (uitgeput)
 25. Paul DE GRAUWE, Marc JANSSENS, Aanbodeconomische effecten van de belastingsdruk in België.

- 1983 26. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Linkse en rechtse gezondheidsindicatoren van de Belgische Economie.
 27. Louis BAECK, Hoe de crisis ombuigen. (uitgeput)
 28. Paul VAN ROMPUY, Maatschappelijke keuze en economische crisis.
 29. Vic VAN ROMPUY, Erik SCHOKKAERT, Begrotingstekorten, Rentelasten en Openbare schulden in België. Een kijk op halflange termijn.
- 1984 30. Dirk HEREMANS, Hans GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag?
 31. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Zijn de rentelasten van de overheidsschuld ondraaglijk geworden?
- 1985 32. Louis BAECK, De wonderbare wereld van de economische paradigma's. (uitgeput)
 33. Paul VAN ROMPUY, Solidariteitsmechanismen in federale staten. (uitgeput)
 34. Louis BAECK, De V.S. en de E.G.: vergelijking op lange termijn.
 35. Louis BAECK, Het economisch denken in het Spanje van de 16e en 17e eeuw.
 36. Guido DE BRUYNE, Paul DE GRAUWE, Herverdeling van het werk en makro-economisch evenwicht.
 37. Paul VAN ROMPUY, Arbeidsmarktflexibiliteit en werkloosheid.
- 1987 38. Paul DE GRAUWE, Anne FREMAULT, Micro- en macro-economische effectiviteit van de Belgische prijsreglementering.
 39. Louis BAECK, Kentering in de westerse economie.
 40. Johan MORTELMANS, Erik SCHOKKAERT, Lode BERLAGE, Robert VERTONGHEN, De economische wenselijkheid van een snelspoorverbinding door België.
 41. Louis BAECK, De aandelenbeurzen, 1982-87: het lustrum van de stier.
 42. Lode BERLAGE, Dirk TERWEDUWE, Grondstoffenuitvoer van ontwikkelingslanden: machtsmiddel of struikelblok?
- 1988 43. Louis BAECK, De westerse economie na de krach. (uitgeput)
 44. Filip ABRAHAM, Nationale vakbonden, interprofessionele loonakkoorden en economische politiek.
 45. Paul VAN ROMPUY, m.m.v. Valentijn BILSEN, 10 jaar financiële stromen tussen de gewesten in België. (uitgeput)
 46. Dirk HEREMANS, Bevoegdheidsverdeling en economische autonomie. De staatsvorming in het licht van 1992. (uitgeput)
 47. Wim MOESEN, Dirk HEREMANS, Paul VAN ROMPUY, Mark EYSKENS, Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen voor gewesten en gemeenschappen. (uitgeput)
 48. Vic VAN ROMPUY, Overheidstekort, overheidsschuld en economische welvaart. Toepassing op België 1947-1988. (uitgeput)
- 1989 49. Lodewijk BERLAGE, België en de schulden van de Afrikaanse lage inkomenslanden. (uitgeput)
 50. Jacques DREZE, Schuld en coöperatie in de mondiale economie. (uitgeput)
 51. Paul DE GRAUWE, Milieuvriendelijke groei: utopie of werkelijkheid? (uitgeput)
- 1990 52. Paul VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het Belgisch begrotingsbeleid. (uitgeput)
 53. Louis BAECK, De jaren '90: een Europees decennium. (uitgeput)

54. Paul DE GRAUWE, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Denise VAN REGEMORTER, Het milieubeleid in Vlaanderen. Een economische visie. (uitgeput)
55. Paul DE GRAUWE, Wim VANHAVERBEKE, Competitiviteit, oliecrisis en loonindexering. (uitgeput)
56. Wim MOESEN, Begrotingen, beleid en beheer. Over de besparingsvoorstellen, wat ze zijn en wat ze niet zijn. (uitgeput)
- 1991
57. D. HEREMANS, M. DE BROECK, Overheidsschuld en financiële markten in de branding. (uitgeput)
58. Louis BAECK, Bruno VAN ROMPUY, Golfoorlog: geopolitiek, petroleum en islam. (uitgeput)
59. Paul DE GRAUWE, Koen STRAETMANS, Het programma-akkoord in de petroleumsector. Een ondoelmatig systeem van prijzencontrole. (uitgeput)
60. Paul DE GRAUWE, Denkoefeningen over de regionalisering van de Belgische overheidsschuld. (uitgeput)
- 1992
61. Paul DE GRAUWE, Over Franse kolonisatie en Belgische verankering.
62. Stef PROOST, Beleidsvoorstellen voor de broeikasproblematiek.
63. André DECOSTER, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Hervorming van indirecte belastingen: winnaars en verliezers.
64. Paul VAN ROMPUY, Kritische bedenkingen bij de regionalisering van de overheidsschuld.
65. Paul DE GRAUWE, Wat doet de nationale bank met ons geld?
- 1993
66. Patrick VAN CAYSEELE, Waarom wij? Of de economische onderbouw van een verankeringsbeleid.
67. Paul DE GRAUWE, Bart VAN DER HERTEN, De legitimering van overheidsmonopolies in het spoorwegvervoer en in de telecommunicatie. Een historische analyse.
68. Paul VAN ROMPUY, Valentijn BILSEN, Regionalisering van de sociale zekerheid.
69. Lodewijk BERLAGE, Wim LAGAE, Afrika, de verwaarloosde debiteur.
70. Mark DE BROECK, Dirk HEREMANS, Vraagtekens bij de overheidsschuld in een federaal België.
71. Wim MOESEN, Paul VAN ROMPUY, De kleine kanten van de grote staats Hervorming.
72. Frans SPINNEWYN, De hervorming van de sociale zekerheid micro-economisch belicht.
73. Paul DE GRAUWE, De sterke frank en de staatsschuld.
74. Filip ABRAHAM, Internationale concurrentie en werkgelegenheid. Hoe arbeidsvriendelijk is ons loonbeleid?
- 1994
75. Paul DE GRAUWE, Werktijdverkorting en tewerkstelling.
76. Wim VANHAVERBEKE, Het ruimtelijk structuurplan Vlaanderen: een beleidsinstrument voor economische ontwikkeling.
77. Stefan DERCON, Voedselzekerheid: naar een sociale zekerheid voor de allerarmsten.
78. Paul DE GRAUWE, De EMU zonder België?
- 1995
79. Paul DE GRAUWE, Alternatieve financiering van de sociale zekerheid en de arbeidskost.
80. S. PROOST, C. VINCKIER, I. MAYERES, B. NEMERY, Ozon – eerst denken dan doen.

81. Paul VAN ROMPUY, Sparen, investeren en de overheidsfinanciën in België.
- 1996 82. D. HEREMANS, P. VAN CAYSEELE, Concentratie en concurrentie in de Belgische financiële sector.
83. Erik BUYST, Ivo MAES, De impact van veertig jaar centrum voor economische studiën.
84. Paul DE GRAUWE, Het tewerkstellingsbeleid: selectiviteit of universaliteit?
85. Stef PROOST, Bruno DE BORGER, De transportsector in het jaar 2005.
86. Erik SCHOKKAERT, Frans SPINNEWYN, Sociale verzekering en bestaansonzekerheid: een offensieve strategie.
87. Filip ABRAHAM, Paul VAN ROMPUY, Het concurrentievermogen van de Belgische economie in micro- en macro-economisch perspectief.
- 1997 88. Filip ABRAHAM, Joeri VAN ROMPUY, Loonbeleid in de Europese Monetaire Unie.
89. Wim MOESEN, Laurens CHERCHYE, De macro-economische performantie van landen. Mening en metingen.
- 1998 90. Koen ALGOED, De overgang van een omslagstelsel naar een kapitalisatiestelsel: een Belgische case studie.
91. Johan EYCKMANS, Stef PROOST, Klimaatonderhandelingen in Rio en Kyoto: een succesverhaal of een maat voor niets?
92. Jozef KONINGS, Peter VAN MALDEGEM, Loonkosten en de vraag naar laaggeschoolde, geschoolde en hooggeschoolde arbeid in Belgische ondernemingen.
93. Louis BAECK, De Aziatische crisis: perspectivering en nabeschuiving.
- 1999 94. Louis BAECK, Financiële mondialisering met speculatieve uitschieters.
- 2000 95. Paul DE GRAUWE, Euro-dollarwisselkoers en de fundamentals.
96. Erwin BASTIAENS, Erik BUYST, Dirk HEREMANS en Christiaan PHILIPSEN, Knelpunten in de financiële dynamiek van de staatshervorming.
97. Wim MOESEN, Maatschappelijk kapitaal en economische performantie.
98. Patrick VAN CAYSEELE en Hans DEGRYSE, De nieuwe economie en bancaire marktstructuren.
99. André DECOSTER, Guy VAN CAMP, De hervorming van de personenbelasting: Lessen uit de hervormingen 1988-1993.
- 2001 100. Paul VAN ROMPUY, De Europese welvaartsstaat ter discussie.
101. Jozef KONINGS, Loonkosten en relocatie van Belgische bedrijven.
- 2003 102. Paul DE GRAUWE, De toekomst van de industrie in België.
- 2004 103. Wim MOESEN, Instelling, ligging en economische welvaart.
104. Louis BAECK, Het globaliseringsdebat in China en in de Islamwereld
105. Lode BERLAGE, Mobiliteit over de grenzen heen. Een economische analyse van internationale migratie.
106. Inge MAYERES, Stef PROOST, Een beter prijsbeleid voor de Belgische transportsector in 15 stellingen.

- 2005
- 107. Jan COLPAERT, Luc LAUWERS, Tom VAN PUYENBROECK, Niet-representatieve democratie? Kanttekeningen bij het gemeentelijk kiesstelsel.
 - 108. Jozef KONINGS, Worden vrouwen gediscrimineerd op de arbeidsmarkt? Een micro-econometrische analyse voor België.
 - 109. Louis BAECK, Onevenwichtige globalisering, deficitair America en Aziatische locomotieven.
 - 110. André DECOSTER, Guy VAN CAMP, Hoe vlak is onze taks? Is een vlaktaks "Fair"?
 - 111. Dirk HEREMANS, Naar een Europese dienstenmarkt in België. De Bolkesteinrichtlijn een brug te ver?
 - 112. Paul VAN ROMPUY, De houdbaarheid van de Europese welvaartsstaat.
- 2006
- 113. Paul VAN ROMPUY, Leuvense Economen tussen Theorie en Beleid.
- 2007
- 114. Paul DE GRAUWE, Beloften en realisaties van de paarse coalitiepartners
 - 115. Koen ALGOED, Dirk HEREMANS, Theo PEETERS, Voorrang geven aan meer financieel-fiscale verantwoordelijkheid in een nieuwe staatshervorming
 - 116. Filip ABRAHAM, Maarten GOOS en Jozef KONINGS, De concurrentiepositie van België: zin of onzin van de loonnorm?
 - 117. André DECOSTER, Kristian ORSINI, Verdient een vlaktaks zichzelf terug?
 - 118. Paul VAN ROMPUY, Sleutelen aan onze staatsstructuur voor meer werk.
 - 119. Erik SCHOKKAERT, Carine VAN DE VOORDE, Defederalisering van de Belgische gezondheidszorg?
 - 120. Stef PROOST, Denise VAN REGEMORTER, Economie voor een klimaatminister.
- 2008
- 121. Patrick VAN CAYSEELE, Mededingingsbeleid: 15 jaar Belgische ervaring.
 - 122. Hans DEGRYSE, MiFID: Competitie Op Financiële Markten En Financieel Toezicht.