

Een eerste blik op de regulering van *high frequency traders*

Mr. F. P. C. Strijbos *

Inleiding

Rond de afgelopen jaarwisseling hebben marktpartijen zich mogen buigen over 148 vragen met betrekking tot de aanstaande herziening van de *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID).¹ Hoeveel verschillende instellingen geraakt zullen worden door dit mammoetproject wordt duidelijk uit het aantal reacties dat het consultatiedocument² ondanks de korte reactieperiode heeft uitgelokt. De Europese Commissie vond na het winterreces een slordige 4200 reacties op de deурmat. Niettegenstaande de kritiek op het consultatiedocument wordt MiFID in zijn huidige vorm gezien als een succes.³ De concurrentie tussen handelsplatformen is toegenomen, de gemiddelde *bid-ask spread* is kleiner geworden en orders kunnen sneller worden afgehandeld.

Sinds de invoering van de huidige MiFID heeft de markt echter niet stilgestaan. De ontwikkeling waar ik in deze bijdrage bij stilsta, is de opkomst van het zogenoemde *high frequency trading*, een vorm van computergestuurde handel waarbij beleggingsbeslissingen binnen milliseconden worden genomen. De AFM heeft afgelopen november een rapport uitgebracht waarin uitgebreid wordt beschreven wat de gevolgen zijn van deze nieuwe hightech manier van handelen voor de Europese markten.⁴

Vooralsnog staat een groot deel van de *high frequency traders* niet onder toezicht. De Europese Commissie stelt in het consultatiedocument een aantal maatregelen voor om *high frequency trading* te reguleren. Een deel van deze maatregelen zal hieronder worden besproken.

High frequency trading

Onder *high frequency trading* (volgens de AFM: hogesnelheidshandel⁵) versta ik geautomatiseerde handel op basis van een algoritme waarbij marktinformatie wordt geïnterpreteerd

en als reactie automatisch zo snel mogelijk grote hoeveelheden orders worden geplaatst of juist worden ingetrokken. Algoritmes zijn in dit verband: '[a]pplicaties die op basis van een systematisch stelsel voor het uitvoeren van rekenkundige bewerkingen en de volgorde daarvan een volledig geautomatiseerde analyse en/of uitvoeringsstrategie of beleggingsstrategie maken en uitvoeren'.⁶ Het algoritme bepaalt de prijs, de timing, de omvang en de plaats (het handelsplatform waarop de order wordt geplaatst) van de orders. Niet van belang voor deze definitie is of de geplaatste orders daadwerkelijk zullen worden uitgevoerd. Bij sommige algoritmes zal slechts een fractie van alle geplaatste orders leiden tot een transactie.

De definitie die wordt gegeven in het consultatiedocument ontbeert het element 'automatisch'.⁷ Verschillende respondenten hebben aangegeven dat handelsalgoritmes voor meer kunnen worden gebruikt dan alleen *high frequency trading*, bijvoorbeeld om te berekenen hoe een bepaalde order op een zo gunstig mogelijke wijze in de markt kan worden gezet. Van *high frequency trading* zal echter alleen sprake zijn wanneer het plaatsen en intrekken geschiedt zonder tussenkomst van een persoon.

De AFM ziet *high frequency trading* niet als een opzichzelfstaande handelwijze, maar als een zeer geavanceerde methode om reeds bestaande strategieën tot het uiterste door te voeren.⁸ Het wordt bijvoorbeeld gebruikt om te profiteren van (minieme) prijsverschillen tussen koersen op verschillende handelsplatformen (arbitrage). Een ander voorbeeld is arbitrage gebaseerd op statistische gegevens (statistische arbitrage), wat betekent dat historische data worden gebruikt om zich herhalende patronen in een koersverloop te ontdekken, waarop (in principe risicoloos) een positie kan worden ingenomen.⁹ Dergelijke strategieën bestonden al langer, maar doordat orders steeds sneller kunnen worden uitgevoerd, hebben

* Mr. F.P.C. Strijbos is kennismedewerker bij Clifford Chance te Amsterdam en als promovendus verbonden aan het Onderzoekscentrum Onderneming en Recht te Nijmegen.

1. Richtlijn 2004/39/EG (MiFID level 1) en Richtlijn 2006/73/EG (MiFID level 2).
2. Zie <ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mifid_en.htm>.
3. S. Rosmalen, Multilaterale handelsfaciliteiten en dark pools. In MiFID na drie jaar al aan herziening toe?, O&F 2010/4, p. 29-45.
4. Zie <www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/rapport/2010/toepassing-hft-op-europese-markten-afm.ashx>.
5. Inzicht nr. 25, p. 24 e.v. Te raadplegen via <www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/publicatie/inzicht/inzicht-25-jv-special.ashx>.

6. H.B. de Vries & N. Boonstra, Handel op basis van algoritme. Op het kruispunt van technische toppestatie en marktmanipulatie, in: Nederlands Compliance Instituut, Jaarboek Compliance 2010, Nieuwerkerk aan den IJssel: Gelling 2009, p. 16.
7. Consultatie, p. 3, noot 37 (zie hierboven noot 2).
8. Aldus AFM-bestuurslid Maatman in een speech gehouden in oktober 2010: <www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/lezingen/2010/speech-maatman-high-frequency-trading.ashx>.
9. Zie een recent verschenen rapport van het European Capital Markets Institute en het Centre for European Policy Studies, p. 150: <www.ceps.eu/book/mifid-20-casting-new-light-europe%E2%80%99s-capital-markets>.

beleggers steeds korter de tijd om gebruik te maken van arbitragemogelijkheden.

De Europese Commissie signaleert dat er twee bezwaren kleven aan *high frequency trading*.¹⁰ Ten eerste kan er bij bepaalde vormen van *high frequency trading* sprake zijn van marktmisbruik. Ik zal hier later verder op ingaan. Ten tweede kan een gebrekkig algoritme het functioneren van de markt verstoren. Wanneer op bepaalde signalen te sterk wordt gereageerd of gereageerd wordt op signalen van een ander algoritme, kan een sneeuwbal effect ontstaan. Ook kan het systeem van een handelsplatform overbelast raken door de grote hoeveelheden orders die door algoritmes worden geplaatst.

De AFM ziet niet in waarom *high frequency trading* anders zou moeten worden behandeld dan niet-computergestuurde handel voor zover de onderliggende strategieën bonafide zijn. Wel geeft de AFM aan te willen optreden tegen die strategieën die een vorm van marktmanipulatie zijn.

Vergunningplicht

In de meeste gevallen handelen *high frequency traders* voor eigen rekening. In dat geval is *high frequency trading* uitzonderd van MiFID op grond van artikel 2 lid 1 sub d van Richtlijn 2004/39/EG. Voor zover *high frequency traders* momenteel geen andere vergunningplichtige activiteiten verrichten, staan ze zodoende niet onder toezicht. Achtergrond van de vrijstelling voor instellingen die uitsluitend handelen voor eigen rekening is dat handelsplatformen doorgaans al adequate voorzieningen treffen met deze instellingen.¹¹ Het is echter mogelijk dat een *high frequency trader* gebruik maakt van het lidmaatschap van leden van een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit. Wanneer de handelaar hierbij gebruik maakt van de handelssystemen van dit lid spreekt men van *direct market access* of *automated order routing* en wanneer geen gebruik wordt gemaakt van een dergelijk systeem van *sponsored access*.¹² Mede door deze vormen van handel staan momenteel niet alle *high frequency traders* onder toezicht.

De Europese Commissie stelt voor alle *high frequency traders* die een vast te stellen minimum aan volume verhandelen vergunningplichtig te maken (uit hoofde van art. 5 van Richtlijn 2004/39/EG), ongeacht of zij lid zijn van een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit.¹³ Ook als ze uitsluitend voor eigen rekening handelen, zouden ze worden aangemerkt als beleggingsonderneming. Deze kwalificatie heeft vooral gevolgen voor de bedrijfsvoering van *high frequency traders*. De MiFID-bepalingen met betrekking tot de deskundigheid van de beleidsbepalers, de kapitaalsvereisten en een beheerste en integere bedrijfsvoering zullen op hen van toepassing zijn (art. 9, 12 en 13 van Richtlijn 2004/39/EG). De

zorgplichten die voortvloeien uit MiFID zullen slechts relevant zijn wanneer een *high frequency trader* zijn diensten aan een cliënt aanbiedt.

In zijn reactie op het consultatiedocument gaat de minister van Financiën uitgebreid in op de voorgestelde vergunningplicht en trekt hij in twijfel of de huidige uitzondering met betrekking tot handel voor eigen rekening wel dient te worden gehandhaafd.¹⁴ De potentiële negatieve invloed die *high frequency trading* kan hebben op het functioneren van de effectenmarkten is dusdanig groot, dat iedere *high frequency trader* onder toezicht dient te staan, ongeacht in welke volumes wordt gehandeld. Een kwantitatieve drempel, waarboven een vergunningplicht zou ontstaan, is volgens de minister bovendien moeilijk te bepalen, omdat momenteel niet alle *high frequency traders* in beeld kunnen worden gebracht en de handelsvolumes van deze beleggers erg variabel zijn.

Liquiditeit

Een *high frequency trader* kwalificeert in geen geval als *market maker* in de zin van artikel 4 lid 1 sub 8 van de MiFID omdat een *high frequency trader* niet 'doorlopend' bereid zal zijn te aan- en verkopen. Een *high frequency trader* is niet verplicht doorlopend te handelen en kan de door hem gecreëerde liquiditeit op elk moment aan de markt onttrekken. Dit is tevens een van de bezwaren tegen *high frequency trading* die door beleggers wordt aangevoerd.¹⁵ *High frequency traders* zouden op een kunstmatige wijze de markt van liquiditeit voorzien. Wanneer grote spelers, aangetrokken door de schijnbare diepte van de markt, grote orders plaatsen, zou de liquiditeit opeens verdwijnen, zodat deze order tegen relatief ongunstige voorwaarden zou worden uitgevoerd. Wellicht verklaart dit mede de groei van de handel door institutionele beleggers onder vrijstellingen van de transparantie verplichtingen voorafgaand aan de handel (handel in zogenoemde *dark pools*). De Europese Commissie overweegt om *high frequency traders* verplicht te stellen onder bepaalde omstandigheden de markt van liquiditeit te blijven voorzien.¹⁶

Marktmisbruik

High frequency trading kan op verschillende wijzen in strijd komen met het verbod van marktmisbruik.¹⁷ Dergelijke ongeoorloofde strategieën bestaan er onder andere uit dat orders worden geplaatst zonder de intentie deze daadwerkelijk uit te voeren, dat grote hoeveelheden orders worden geplaatst en ingetrokken met als doel het systeem van andere beleggers te overbelasten, of dat orders worden geplaatst om een onjuist signaal aan de markt af te geven.

Alle beleggingsbeslissingen van een *high frequency trader* worden genomen op een voorafgaand aan de handel opgesteld

10. Consultatie, p. 15.

11. Het rapport van de AFM, p. 44.

12. Zie hierover uitgebreid het rapport van IOSCO, Principles for direct electronic access to markets, <www.iosco.org>.

13. Vraag 14 van de consultatie.

14. Zie <circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/>.

15. Het rapport van de AFM, p. 35.

16. Vraag 19 van de consultatie.

17. Zie hiervoor uitgebreid De Vries & Boonstra 2009, p. 19-27.

algoritme. In het algoritme ligt vast onder welke omstandigheden bied- en laatorders worden geplaatst en dus of in strijd met de richtlijn Marktmissbruik gehandeld zal worden. In theorie is het mogelijk dat aan de hand van het algoritme op voorhand wordt vastgesteld of handel met het algoritme zal leiden tot marktmissbruik. In het consultatiedocument wordt voorgesteld om voor *high frequency traders* bepaalde risico-beoordelingsprocedures (*risk controls*) voor te schrijven. Artikel 13 en 14 van Richtlijn 2004/39/EG zouden onder andere worden aangepast, wat naar Nederlands recht betekent dat dergelijke voorschriften onderdeel zouden gaan uitmaken van het vereiste van een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:14 Wft. Nu de meeste *high frequency traders* vergunningplichtig worden en aan artikel 4:14 Wft getoetst wordt bij een vergunningaanvraag, zou de AFM *ex ante* moeten toetsen of algoritmes correct functioneren en niet leiden tot koersmanipulatie.

De minister van Financiën is geen voorstander van het *ex ante* toetsen van handelsalgoritmes. Een dergelijke toets is te kostbaar en praktisch vrijwel onmogelijk nu algoritmes voortdurend worden aangepast en vervangen. Daarnaast acht het ministerie een dergelijke toets onwenselijk omdat het ten onrechte de verantwoordelijkheid voor het functioneren van het algoritme bij de toezichthouder zou leggen.¹⁸ In plaats daarvan stelt de minister voor achteraf te bekijken of in strijd met het verbod van marktmissbruik is gehandeld.

Het lijkt mij ondenkbaar dat alle algoritmes op voorhand op een waterdichte manier kunnen worden getoetst. Een dergelijke *ex ante*-toets zal moeten inhouden dat wordt bekeken of door het handelsalgoritme de markt niet kan worden verstoord en niet kan worden misbruikt, oftewel 'integer' is, en zal voor het overige zinloos zijn. Dit vereist echter een technische kennis die opweegt tegen de kennis van alle onder toezicht staande *high frequency traders* tezamen. Anders gezegd, men zou in alle gevallen minstens net zo slim moeten zijn als de opstellers van het te toetsen algoritme om te kunnen uitsluiten dat het algoritme leidt tot 'systeemrisico' of marktmissbruik. De druk die dit op de voor toezichthouders beschikbare tijd en middelen zou leggen, zou enorm zijn. Bovendien neemt deze druk exponentieel toe wanneer men (met het oog op het voorkomen van verstoring van de markt) wil nagaan hoe een individueel handelsalgoritme inwerkt op alle overige algoritmes.

Circuit breakers

Naast de voorschriften voor de *high frequency traders* zelf wordt in het consultatiedocument ook voorgesteld extra verplichtingen op te leggen aan de handelsplatformen waarop zij actief zijn. Gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten zouden controlemechanismen (*circuit breakers*) moeten invoeren om disfunctionerende algoritmes te kunnen afremmen.¹⁹ Mogelijk zou onder bepaalde omstandigheden de

handel enige tijd dienen te worden stilgelegd. Te denken valt aan de verstoring die plaatsvond op 6 mei 2010 (de zogenoemde *flash crash*). *Circuit breakers* zijn naar huidig Nederlands recht niet verplicht gesteld, maar kunnen wel worden gezien als een uitwerking van het risicobeheer dat is beschreven in artikel 7 van Richtlijn 2006/73/EG. Een aantal respondenten heeft aangegeven dergelijke maatregelen al te hebben ingevoerd.²⁰

In de Verenigde Staten heeft de SEC onlangs een andere oplossing gepresenteerd.²¹ Volgens het zogenoemde 'limit up-limit down'-voorstel mogen er geen orders worden uitgevoerd die buiten een bepaalde bandbreedte vallen. De bandbreedte beslaat ofwel 5% ofwel 10% ten opzichte van de gemiddelde beurskoers berekend over de laatste vijf minuten. Bij de opening en sluiting van de markt gelden grotere marges. Wanneer er geen orders kunnen worden uitgevoerd binnen de bandbreedte, zal de handel in het betreffende aandeel een paar minuten worden opgeschort. NYSE Euronext heeft naar eigen zeggen reeds prijslimieten ingesteld waarbuiten orders automatisch worden verworpen.²²

Tot slot

Het lijkt er ondertussen op dat de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) de herziening van MiFID niet wil afwachten. Begin dit jaar zou de kersverse Europese toezichthouder een vragenlijst hebben rondgestuurd naar *high frequency traders* om inzicht te krijgen in de meest voorkomende handelsstrategieën.²³ De meeste *high frequency traders* zullen er niet om staan te springen dergelijke informatie te verschaffen nu een deel van het succes met deze vorm van handel afhangt van de geheimhouding van de toegepaste strategie en het bijbehorende algoritme.

Het komende jaar zal duidelijk worden op welke wijze en in welke mate *high frequency traders* onder toezicht zullen komen te staan. Hierboven is besproken welke regulering door de Europese Commissie wordt voorgesteld. Wat al wel duidelijk is, is dat dit toezicht extra kosten met zich mee zal brengen. Het toezicht zelf zal ook een aantal versnellingen moeten doorschakelen: '*It is simply a matter of having an adapted market surveillance function that can monitor as fast and as smart as HFT firms trade.*'²⁴ Wil een toezichthouder in staat zijn deze supersnelle handel te volgen, dan zal er uiterst geavanceerde (en dus peperdure) hardware die nodig is voor *high frequency*

18. P. 6 van zijn reactie (zie noot 14).

19. Vraag 16 van de consultatie.

20. Zie o.a. de reactie van Chi-X, p. 12, <circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/mifid_instruments/>.

21. Zie <www.sec.gov/news/press/2011/2011-84.htm>.

22. P. 32 van hun reactie op de consultatie, <circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/mifid_instruments/>.

23. Zie een bericht van de Financial Times van 4 april 2011, <www.ft.com/cms/s/0/1126c474-5ed6-11e0-a2d7-00144feab49a.html>.

24. Aldus de reactie van NYSE Euronext op Micro-structural issues of the European equity markets, CESR Call for Evidence, april 2010, te raadplegen via: <www.esma.europa.eu/index.php?page=responses&id=158>.

trading moeten worden aangeschaft en de nodige technische expertise in huis worden gehaald.²⁵

25. Maatman 2010, p. 3.