

Vragen gesteld door de leden der Kamer, met de daarop door de regering gegeven antwoorden

2442

Vragen van het lid **Nijboer** (PvdA) aan de minister van Financiën over *beperking flitshandel* (ingezonden 3 mei 2013).

Antwoord van minister **Dijsselbloem** (Financiën) (ontvangen 3 juni 2013)

Vraag 1

Bent u bekend met de artikelen «hoogfrequente verspilling» en «Twitter Speaks, Markets Listen, and Fears Rise»?^{1 2}

Antwoord 1

Ja.

Vraag 2

Is het waar dat het beursplatform EBS heeft besloten het principe «wie het eerst komt, wie het eerst maalt» te verlaten om zo het voordeel voor flitshandelaren te beperken?

Antwoord 2

Vooralsnog heeft EBS alleen het voornemen geuit om orders niet op basis van binnenkomst af te handelen, maar hier een zekere mate van willekeurige selectie in aan te brengen. De precieze plannen van EBS zijn niet bekend. Blijkens mediaberichten zal EBS eerst de plannen consulteren bij de deelnemers van het EBS-handelsplatform.

Vraag 3 en 5

Deelt u de mening dat flitshandel (high frequency trading) niet bijdraagt aan zogenaamde arbitrage, de omvang van de financiële economie ten opzichte van de reële economie opblaast en zelfs destabiliserend kan werken? Op welke wijze zorgen nieuwe richtlijnen als de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) ervoor dat de flitshandel aan banden wordt gelegd?

¹ <http://fd.nl/economie-politiek/columns/mathijs-bouman/970250-1305/hoogfrequente-verspilling>

² <http://www.nytimes.com/2013/04/29/business/media/social-medias-effects-on-markets-concern-regulators.html?pagewanted=all&r=0>

Antwoord 3 en 5

Aan high frequency trading (HFT) en algoritme-handel worden in zijn algemeenheid zowel positieve als negatieve eigenschappen toegeschreven.³ De positieve eigenschappen zijn gelegen in een efficiëntere prijsvorming, meer liquide markten en een daling van de transactiekosten. Twee belangrijke strategieën – market making en statistische arbitrage – die gebruikt worden door HFT-handelaren en die bijdragen aan deze positieve eigenschappen zijn juist specifiek gericht op het vinden van arbitragemogelijkheden. Door het razendsnel opsporen van prijsverschillen bij bijvoorbeeld (i) instrumenten die op verschillende handelsplaatsen worden verhandeld, of bij (ii) sterk gecorreleerde instrumenten, kunnen winstgevende arbitragestrategieën worden uitgevoerd waarbij dergelijke prijsverschillen geheel of gedeeltelijk worden weggewerkt. Hierdoor wordt de vraag op het ene handelsplatform met het aanbod op een ander handelsplatform verbonden. Algoritme-handel, waaronder begrepen HFT, brengt echter ook een aantal potentiële risico's met zich mee zoals het risico op overbelasting van de systemen van handelsplatformen. Verder kunnen fouten of storingen in computeralgoritmes of in de (beheersings)systemen van handelaren of handelsplatformen tot onordelijke handel leiden. Daarnaast bestaat het risico dat – ten gevolge van een fout in een computeralgoritme of van inadequate monitoring – computeralgoritmes overreageren op marktgebeurtenissen, hetgeen de volatiliteit kan vergroten en de liquiditeit tijdelijk sterk kan verminderen. Deze risico's kunnen een ineffectieve of zelfs irrationele prijsvorming tot gevolg hebben hetgeen kan leiden tot onevenredig grote schokken bij de prijsvorming (volatiliteit). Dergelijke prijsschokken gaan doorgaans gepaard met een fase van sterk verminderde liquiditeit omdat marktpartijen zich tijdelijk uit de markt terugtrekken of voorzichtiger zullen zijn met het afgeven van prijzen, omdat zij twijfelen aan de juistheid van de prijsvorming. Dit was bijvoorbeeld het geval in de zogeheten «flash crash» in mei 2010 in de VS.

De hiervoor geschetste risico's zijn – onder meer – in G20-verband onderkend. Zo heeft de G20 in november 2010 aan de International Organization of Securities Commissions (IOSCO), de internationale organisatie van beurstoezichthouders, gevraagd aanbevelingen te ontwikkelen om deze risico's te mitigeren.⁴ In Europees verband bevatten de voorstellen voor een herschikking van de richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFIDII) maatregelen om de hiervoor bedoelde risico's te mitigeren. De in MiFIDII ingeslagen richting sluit nauw aan bij de aanbevelingen van IOSCO.

Op grond van MiFIDII zullen alle personen die HFT-technieken gebruiken een vergunning als beleggingsonderneming moeten hebben, waardoor zij aan alle eisen die MiFIDII aan dergelijke financiële ondernemingen stelt, moeten voldoen. Verder zullen beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven over effectieve risicomanagement systemen en interne beheersingssystemen moeten beschikken om onordelijke handel en misbruik van systemen te voorkomen. Ook dienen deze beleggingsondernemingen aan de toezichthouder inzage te geven in hun handelsstrategieën en moeten zij de door computeralgoritmes gegenereerde orders markeren (algo-flagging). Toezichthouders en handelsplatformen krijgen hierdoor beter inzicht in handelspatronen hetgeen hen beter in staat stelt om gedrag te onderkennen dat de ordelijke werking van de markt verstoort of dreigt te verstoren. Voorts verplicht MiFIDII de beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven, om continu voor liquiditeit te zorgen, indien zij bepaalde market making strategieën uitvoeren.

MiFIDII voorziet met het oog op algoritme-handel ook in specifieke verplichtingen voor handelsplatformen. Zo zullen handelsplatformen moeten beschikken over effectieve risicomanagement systemen om de robuustheid van hun handelssystemen te waarborgen. Een vergelijkbare verplichting geldt

³ Zie voor een beoordeling van HFT bij de handel in valuta-instrumenten, zoals deze worden verhandeld op het EBS-handelsplatform, het rapport van de Bank of International Settlements (BIS), High-frequency trading in the foreign exchange market, 27 september 2011, <<http://www.bis.org/press/p110927.htm>>

⁴ Zie de G20 Seoul Summit Declaration, 11-12 november 2010, <<http://www.g20.org/load/780988141>> en het IOSCO-rapport Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency, 20 oktober 2011, <<http://iosco.org/news/pfd/IOSCONEWS215.pdf>>

voor partijen, die betrokken zijn bij de uitvoering van orders of die de orderuitvoering faciliteren. Ook zullen handelsplatformen moeten voorzien in zogenaamde *circuit breakers*, waarmee de handel voor een korte periode kan worden stilgelegd in geval van extreme prijsvolatiliteit. Hiermee wordt marktpartijen een adempauze geboden, die zij kunnen gebruiken om relevante (nieuwe) informatie te verwerken en om zo nodig hun handelssystemen en -algoritmes op hun juiste werking te controleren, zodat de handel weer op ordelijke wijze kan worden hervat. Verder zijn ter regulering van algoritmehandel, waaronder begrepen HFT, in MiFIDII regels opgenomen, die handelsplatformen in staat stellen om de *order-to-trade ratio* te beperken, de *order-flow* te vertragen ingeval de maximumcapaciteit van hun handelssystemen dreigt te worden bereikt alsmede om de (minimum) *tick sizes* te verruimen. Tenslotte bevat MiFIDII voorschriften met betrekking tot co-locatie en de tariefstructuren van handelsplatformen. Nederland steunt in grote lijnen de voorgestelde maatregelen met betrekking tot algoritme-handel.

Vraag 4

Deelt u de mening dat automatische koop- en opkoopprogramma's ertoe kunnen bijdragen dat de reële economie wordt ontwricht? Wat is uw mening over de berichtgeving omtrent de reactie van beurshandelaren op onjuiste berichten via Twitter en andere social media? Bent u van mening dat dit voorkomen zou moeten worden?

Antwoord 4

Beleggers zullen ongeacht of zij HFT-technieken toepassen steeds alle – naar hun oordeel – relevante informatie (willen) meenemen in hun beleggingsbeslissingen. Of, en zo ja, in welke mate een belegger bepaalde informatie meeneemt bij een beleggingsbeslissing zal onder meer afhangen van de door hem gehanteerde beleggingsstrategie en van de inhoud en bron van die informatie. Indien op enig moment mocht blijken dat de bij een beleggingsbeslissing in aanmerking genomen informatie onjuist of onvolledig was, zal dat er toe kunnen leiden dat de betreffende belegger zijn eerdere beleggingsbeslissing heroverweegt en tot een correctie van die beslissing overgaat. Het is in mijn optiek dan ook niet te voorkomen dat beleggingsbeslissingen soms worden genomen op basis van informatie die later blijkt onjuist of onvolledig te zijn. Het opleggen van beperkingen aan het type informatie(kanaal) waarmee beleggers rekening mogen houden – vanuit de gedachte dat bepaalde informatiekanaalen sneller foutieve informatie zullen bevatten – lijkt mij geen begaanbare weg. Eenmaal openbaar gemaakte informatie is per definitie immers publiek en dus zal een belegger deze informatie bij zijn beleggingsbeslissingen in aanmerking kunnen nemen.

Zoals ik hierboven al heb vermeld, wordt overreactie op bepaalde gebeurtenissen als potentieel risico van algoritme-handel, waaronder begrepen HFT, gezien. Het is daarom goed dat MiFIDII maatregelen introduceert die het gevaar op een dergelijke overreactie moeten verkleinen. Hierbij kan gedacht worden aan de uitgebreide eisen, die worden gesteld aan de (interne) beheersingssystemen van beleggingsondernemingen die algoritme-handel bedrijven. Op grond van de bij het antwoord op de vragen 3 en 5 genoemde eisen dienen dergelijke beleggingsondernemingen onder meer te beschikken over effectieve monitoring-, controle- en risicomanagementsystemen zodat een verstoring van de ordelijke werking van de markt – bijvoorbeeld door een over-reagerend computeralgoritme – wordt voorkomen of zo snel mogelijk wordt beëindigd.

Voorts heeft de European Securities and Markets Authority (ESMA) in december 2011 richtsnoeren (guidelines) voor de geautomatiseerde handel vastgesteld. Op basis van die ESMA-guidelines worden reeds onder het huidige MiFID-regime eisen gesteld aan de (interne) beheersingssystemen van handelaren die HFT-technieken toepassen alsmede aan die van de handelsplatformen waarop dergelijke handelaren actief zijn. Op de naleving van de ESMA-guidelines wordt (in Nederland) toezicht gehouden door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). MiFIDII zal deze thans reeds geldende eisen verder versterken.

Voor de volledigheid merk ik op dat het eigenlijke probleem dat in onderhavige kwestie speelt de foutieve informatie zelf is. Helaas valt niet altijd te voorkomen dat dergelijke informatie de markt bereikt. In het kader van het tegengaan van marktmisbruik bestaan er echter wel regels om te voorkomen

dat een persoon door middel van het verspreiden van valse informatie de markt manipuleert. Een persoon die informatie verspreidt waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of kan uitgaan met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument, terwijl die persoon weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is, maakt zich schuldig aan marktmanipulatie. De AFM kan in dat geval handhavend optreden. Ook is strafrechtelijke vervolging mogelijk.

Vraag 6

Bent u bereid in overleg te treden met de Nederlandse en Europese beurzen om te bezien of de keuze die het handelsplatform EBS lijkt te maken ook elders overgenomen kan worden, zodat flitshandel wordt beperkt en handelaren weer nuttige zaken kunnen doen die wel bijdragen aan de economie?

Antwoord 6

Het is op dit moment niet duidelijk of, en zo ja, op welke wijze een element van willekeurige selectie zal worden opgenomen in het orderafhandelingsstelsel van het EBS-handelsplatform. Zo is het bijvoorbeeld onduidelijk of dat handelsplatform het veel gehanteerde principe, dat de order met de beste prijs hoogste prioriteit krijgt, (volledig) loslaat zodat orders, ongeacht de beste prijs, steeds op willekeurige wijze worden afgehandeld. Mede vanwege deze onduidelijkheid is het thans niet goed mogelijk om te beoordelen of de keuzes die het EBS-handelsplatform lijkt te maken, passend kunnen zijn voor beurzen en de daarop actieve beleggers. Daarbij is van belang om op te merken dat EBS een niet-gereguleerd handelsplatform is waarop met name *foreign exchange spot* transacties (spot FX) worden uitgevoerd en dat spot-FX geen financieel instrument is in de zin van het huidige en het voorgestelde (nieuwe) MiFID-regime. De omstandigheid dat EBS een niet-gereguleerd handelsplatform is, betekent onder meer dat het Europese effectenrecht en de regels inzake gedragstoezicht niet gelden voor de op dat handelsplatform uitgevoerde transacties. Dit leidt ertoe dat (de aard van) dit handelsplatform en de groep van personen die daarop handelen moeilijk te vergelijken zijn met een door het Europees (effecten)recht gereguleerde beurs waarop aandelen, opties op aandelen en beursgenoteerde obligaties worden verhandeld. Overigens zijn (gereguleerde) beurzen, binnen de wettelijke kaders – die tot doel hebben het waarborgen van het eerlijk en ordelijk verloop van de handel – vrij hun handelssystemen zodanig in te richten dat deze passen bij hun specifieke marktmodellen. Om deze redenen acht ik het niet opportuun om beurzen actief te benaderen over het voornemen van het EBS-handelsplatform. Uiteraard houden de toezichhouders en ik de ontwikkelingen op de financiële markten nauwlettend in de gaten en zijn de AFM en ESMA doorlopend in gesprek met de in Nederland respectievelijk Europa gevestigde beurzen om er op toe te zien dat de handel in financiële instrumenten op eerlijke en ordelijke wijze verloopt.