

# 'We moeten waken voor Lewis-achtige taferelen'

Hoogleraar Menkveld over kritiek van DeGiro dat BinckBank klanten uitlevert aan flitshandelaren

Joris Kooiman, Martine Wolzak  
Amsterdam

Internetbroker DeGiro uitte dinsdag zware kritiek op concurrent BinckBank. Die levert volgens DeGiro klanten uit aan high frequency traders, oftewel 'flitshandelaren', die geld zouden verdienen over de rug van particuliere beleggers. Data op de website van DeGiro moeten die beschuldiging onderbouwen.

BinckBank maakt gebruik van de zogeheten Smart Order Router (SOR) van TOM, de beurs die door Binck en effectenhandelshuis Optiver is opgericht om het monopolie van het 'dure' beursbedrijf Euronext te breken. De SOR bekijkt waar en hoe een aandelenorder het beste kan worden uitgevoerd: op TOM zelf, bij aartsrivaal Euronext of bij de grootste alternatieve beurs voor aandelen Chi-X. Of, in het geval van een grote order, op een combinatie van de drie beurzen.

DeGiro deed twaalf tests met relatief grote aandelenorders in kleine en grotere beursfondsen via TOM. Een verslaggever van Het Financieele Dagblad was bij een van die tests aanwezig.

Volgens DeGiro laten de tests zien dat routersignalen van TOM pas later op de andere twee beurzen aankomen. Daardoor zou een anonieme snelle flitshandelaar die 'klaarligt' op TOM de order zien binnenkomen en zich via een ultrasnelle verbinding kunnen haasten naar Euronext of Chi-X, om daar de stukken te kopen of verkopen voordat de opdracht van de particulier er is. BinckBanken TOM ontkenen dat hier sprake van is en vinden dat DeGiro op gênante wijze de concurrentie zwart probeert te maken. Binck overweegt zelfs juridische stappen tegen DeGiro.

**'De systemen van beurzen zijn bijzonder complex; een order kan meerdere wegen afleggen'**



Albert Menkveld, econometrist aan de Amsterdamse VU.

FOTO: HOLLANDE HOOGTE

Wat moet je hier als particuliere belegger van denken? Gaat het hier om de flitshandel waar de Amerikaan Michael Lewis zijn boek *Flash Boys* aan wijdde? Het FD vroeg het VU-econometrist Albert Menkveld. Hij doet al jaren onderzoek naar high frequency trading en bekeek de door DeGiro geleverde data.

**V Heeft DeGiro een punt?**

'Het is te kort door de bocht om TOM de schuld te geven. Er zijn andere verklaringen mogelijk. Een belangrijk element in dit verhaal is hoe snel de router van TOM die orders doorstuurt naar de beurs met de beste prijs bij de matching engine van de beurs komt. Dat is het hart van het systeem waar vraag en aanbod worden gekoppeld, oftewel gematcht. De systemen van beurzen zijn bijzonder complex en er zijn meerdere wegen die een order kan afleggen. Soms staat er bij wijze

**'Als je naar de data kijkt, is het met hoge waarschijnlijkheid zo dat hier een snelle handelaar voorschiet'**

van spreken een wat langere rij voor de ene toegangsdeur naar de "engine" dan voor de andere. Als een order van TOM langer in de rij staat, kan het zijn dat een snellere handelaar eerder dan TOM bij de engine is. Via een andere deur.'

**V Maar op basis van deze data is de belegger wel benadeeld?**

'Er lijkt wel wat aan de hand. De router van TOM kan waarschijnlijk beter. Maar het is voor iedere router heel erg moeilijk om 2000 stukken verdeeld over drie beurzen allemaal tegen de beste prijs te pakken.'

**V Als dit klopt, is het dan erg?**

'Ik maak me hier niet direct zorgen over. In de trades die DeGiro heeft gedaan is de grootste schade, op een ordervan ongeveer twee ton, slechts € 35. Ik maak me meer zorgen over een flash-crashachtige dynamiek, waardoor beleggers

tientallen of honderden miljoenen schade kunnen oplopen. Maar ik denk wel dat het goed is dat dit aan het licht is gekomen. Dat zet meer druk op de controle op een goede werking van smart order routers.'

**V Er gaan alweer stemmen op om terug te gaan naar één centrale beurs, in plaats van met elkaar concurrerende beurzen.**

'Dat moet je niet willen, denk ik. Dan verlies je de tariefdalings en innovatie die concurrentie tussen beurzen heeft gebracht. Voor de oprichting van Chi-X en TOM waren tarieven voor aandelenhandel, optiehandel en clearing op Euronext een stuk hoger. Het voordeel van die tariefdaling is voor beleggers groter dan het mogelijk nadeel dat DeGiro nu laat zien. Netto is de belegger nu beter af.'

**V TOM zegt dat de tijdstippen van DeGiro niet kloppen. Zijn order komt eerder aan op Euronext dan uit die data blijkt.**

'Dat verweer is te makkelijk. Ook als het tijdsverschil kleiner is, is het wel heel opmerkelijk dat er een transactie ontstaat net voor de order van DeGiro, dus een snelle handelaar lijkt op die order vooruit te lopen.'

**V Is dit Flash Boys in de polder — naar het boek van Michael Lewis over de kwalijke gevolgen van supersnelle beurshandel in de Verenigde Staten — zoals DeGiro suggereert?**

'Als je naar de data van DeGiro kijkt, is het met hoge waarschijnlijkheid zo dat er hier een snelle handelaar net voorschiet. Lewis-achtige taferelen dus. Daar moeten we ook hier waakzaam voor zijn.'

**V DeGiro voert alles uit op Euronext en zegt dat de belegger bij hen in ieder geval beschermd is tegen een snelle jongen die 'ervoor gaat liggen'. Is dat beter?**

'Dat kun je niet zo zeggen. Het hangt van de order en de omvang daarvan af. Bij een heel grote order kan DeGiro die niet in zijn geheel tegen de "beste prijs" uitvoeren op Euronext, hij zal dan ook stukken tegen mindere prijzen moeten uitvoeren. De broker mist dan de extra liquiditeit op TOM of Chi-X.'

**V Hoe kan de welles-nietesdiscussie tussen TOM en DeGiro worden beëindigd?**

'Dan moet de Autoriteit Financiële Markten de data opvragen bij alle drie de betrokken beurzen met de exacte tijdstippen waarop is gehandeld. Drie tijdstippen zijn dan van belang: het moment dat de order bij "de deur" belandt, bij de engine en het moment dat de beurs de orderuitvoering bevestigt. Pas als je die tijdstippen van alle beurzen hebt, zou je kunnen gaan kijken wat er precies is gebeurd. De nu beschikbare data zijn nog onvoldoende.'

