

Flitshandelaar maakt winst op orders van institutionele beleggers die lang openstaan

Joost Dobber
Amsterdam

Flitshandelaren profiteren vooral van institutionele beleggers die hun orders lang open laten staan. Pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders die een grote koop- of verkoopopdracht over meerdere uren uitsmeren, krijgen na verloop van tijd te maken met flitshandelaren die 'met de order mee handelen'. Het uitvoeren van een order wordt zo tot 64% duurder.

Dat concluderen onderzoekers Vincent van Kervel en Albert Menkveld (Vrije Universiteit) in een onderzoek dat donderdag verschijnt. Het duo bekeek het handelsgedrag van tien zogenoemde high frequency traders (hft) rond bijna 6000 orders van vier grote institutionele beleggers (APG, DNB, Norges Bank IM en Swedbank Robur) in Zweedse largecap aandelen van 2011 tot 2013. Het is de eerste keer dat de handelsdata van hft-firma's en grote institutionele beleggers tegen elkaar worden afgezet.

Hft-firma's waren het afgelopen jaar onderwerp van controverse. Ze opereren als 'market makers': ze kopen en verkopen voortdurend effecten en profiteren net als geldwisselkantoren van het verschil tussen bied- en laatprijzen ('spread'). Op die manier is die spread kleiner geworden en is de handel efficiënter en goedkoper gemaakt, zo benadrukken ze zelf. Maar critici stellen dat ze hun supersnelle verbindingen ook gebruiken om orders af te tasten en voor te dringen op de orders van grote beleggers. Die betalen op die manier onnodig veel voor hun transacties.

De onderzoekers concluderen dat dat laatste inderdaad gebeurt, maar alleen voor beleggers die hun orders langer dan twee uur (voor

verkooporders) of zes uur (voor kooporders) open laten staan. Dat is in ongeveer een derde van de orders het geval.

Omdat de institutionele orders groot zijn, worden ze opgeknipt in stukjes en over de dag verspreid. Op die manier wordt de marktprijs minder beïnvloed. Aanvankelijk opereren de hft-firma's inderdaad als market maker: bij een kooporder bieden ze de gevraagde stukken aan de institutionele beleggers aan. Op die manier blijft de prijs relatief stabiel. Maar na verloop van tijd draaien ze hun positie en gaan ze dezelfde stukken kopen als de institutionele belegger. Die ziet daardoor de koers oplopen.

Het nadeel dat beleggers daarvan ondervinden, drukken de onderzoekers uit in de 'implementation shortfall', oftewel (bij een kooporder) het verschil tussen de koers aan het begin van de transactie en de gemiddelde aankoopprijs. In korte orders, waar de hft-partijen alleen als market maker optreden, is die implementation shortfall gemiddeld 10 basispunten. Bij transacties waarbij het effect van hft neutraal is, is dat 14 basispunten. Maar zodra flitshandelaren met de order mee gaan handelen, betaalt de belegger gemiddeld 22 basispunten meer voor zijn aankoop. 'Wanneer grote beleggers last van hft hebben, is dat dus disproportioneel meer dan het aanvankelijke voordeel', aldus Menkveld. Volgens de VU-hoogleraar zou het debat rond hft minder over de omvang van de bied-laatspread moeten gaan, maar meer over de kosten van de handel.

Menkveld benadrukt dat er niets illegaals is aan de tactiek van de hft-partijen, onder wie ook de Nederlandse handelshuizen IMC, Optiver en Flow Traders. Toch is het volgens hem niet geheel wenselijk. 'De institutionele belegger investeert bijvoorbeeld veel in onderzoek naar ondergewaardeerde aandelen. De hft-firma's verdienen daaraan en maken de transactie duurder. Dat betekent minder impuls voor onderzoek en op termijn een minder efficiënte prijsvorming.'

De transacties van particuliere beleggers zijn doorgaans zo klein dat niet direct last hebben van de hft-firma's.

Winst

Hft-firma's maken gebruik van verschil bied- en laatprijzen

Critici

Ze dringen voor op orders van grote beleggers