

### ING schrapt korting op hypotheek personeel

AMSTERDAM – ING schrapt de korting op hypotheek voor werknemers. De bank wil de extraatjes voor het personeel versoberen. ING is niet de enige financiële instelling die de douceurtjes voor het personeel aan banden legt. Eerder schrapten de verzekeraars ASR en NN de korting. De Rabobank kondigt aan te stoppen met verzekeringskortingen. (ANP)

### Zwitserse topbankier vrijgesproken in de VS

FORT LAUDERDALE – Een Zwitserse bankier is in de VS vrijgesproken van hulp aan rijke Amerikanen bij het ontduiken van 20 miljard dollar belasting. Zijn voormalige werkgever UBS betaalde in 2009 780 miljoen dollar boete in de Verenigde Staten. De bank had bekend. De Zwitser werd opgepakt tijdens een vakantie in Italië. (ANP)



### BMW behaalt een nieuw verkooprecord

MÜNCHEN – Het Duitse autoconcern BMW heeft met zijn merken BMW, Mini en Rolls-Royce (foto) in het derde kwartaal een nieuw verkooprecord behaald. De verkoop steeg 5,8 procent in vergelijking met een jaar eerder, naar 510.000 voertuigen. De omzet van 's werelds grootste producent van luxeauto's nam met 4,5 procent toe naar 19,6 miljard euro. (ANP)

### 'Overheidsorganisaties zijn slechte betalende'

ROTTERDAM – De overheid is een slechte betaler, stelt het Verbond van Credit Management Bedrijven na onderzoek onder bijna 100 Nederlandse organisaties. Bijna de helft, 44 procent, klaagt over betalingen door de overheid. Nederlandse bedrijven zien hun rekeningen ook weer later betaald worden: gemiddeld 29 dagen na de vervaldatum. (ANP)

Albert Menkveld Hoogleraar ziet geen noodzaak voor extra regels voor flitshandel

# 'Dark pool kán markt niet verstoren'

Heeft de kleine belegger nog iets te zoeken op de beurs? Flitshandelaren zijn hem te snel af en steeds meer transacties spelen zich op besloten platforms af. De Amsterdamse hoogleraar Albert Menkveld maakt zich echter geen zorgen.

HENK SCHUTTEN

Eigenlijk, vindt Albert Menkveld, is het bizar hoeveel er goed gaat op de beurzen. "Als je ziet hoeveel geld er in de financiële wereld per microseconde heen en weer wordt gestuurd, is het opvallend hoe goed de markten functioneren. De kans dat er iets misgaat is eigenlijk verwaarloosbaar."

De beurzen zijn de laatste jaren ingrijpend veranderd. Flitshandelaren, die hun voordeel doen met minimale prijsbewegingen die zich afspelen binnen milliseconden, zijn nu al goed voor bijna veertig procent van alle transacties. En steeds meer handel, tussen de tien en dertig procent, vindt niet meer in het openbaar plaats, maar in zogeheten *dark pools*: besloten platforms waar grote orders kunnen worden geplaatst zonder de koers te beïnvloeden.

Volgens Menkveld, als hoogleraar verbonden aan de Vrije Universiteit Amsterdam en de Duisenberg School of Finance, hebben beleggers echter weinig te vrezen. Hij deed zowel onderzoek naar flitshandelaren als naar dark pools en komt tot een opmerkelijke conclusie: de markt is er alleen maar beter van geworden.

Jazeker, ook Menkveld heeft het boek *Flash boys* van de Amerikaanse journalist Michael Lewis gelezen, dat dit voorjaar zoveel opschudding veroorzaakte in de VS en de aanleiding vormde voor een nieuw onderzoek naar de flitshandel. "Leuke anekdotes, maar Lewis laat maar één kant van het verhaal zien. Hij chargeert door alle negatieve aspecten eruit te lichten. Ik deel zijn zorgen niet. Het boek bevatte voor mij eigenlijk geen nieuws."

Menkveld, econometrist van origine, behoort tot een select groepje internationale wetenschappers voor wie de hogere wiskunde van de moderne beurshandel nauwelijks nog geheimen heeft. Hij is net terug uit New York, waar hij uitgebreid sprak met medewerkers van beurstoezichthouder SEC die belast zijn met het onderzoek naar de flitshandel. "Zij staan onder grote druk. Zo'n onderzoek kan natuurlijk nooit kwaad, maar ik ben ervan overtuigd dat er geen nieuwe regelgeving nodig is."

Sinds de beruchte *flash crash* van mei 2010, toen de beurzen wereldwijd om onverklaarbare redenen kelderden, bestaat er een diep wantrouwen tegen de moderne, door algoritmes gestuurde beurshandel. Elke computerstoring, zo lijkt het, kan in theorie een crisis veroorzaken. Menkveld deed uitgebreid onder-



Hoogleraar Albert Menkveld: 'Ook bij dark pools is er transparantie, maar achteraf'

FOTO PETER STRELITSKI/HOLLANDSE HOOGTE

zoek naar de flash crash en kwam met een opzienbarende conclusie. Niet de flitshandelaren waren verantwoordelijk voor de crash, maar de grote diversiteit aan platforms waarop aandelen tegenwoordig kunnen worden verhandeld. "Dankzij de flitshandelaren kon de markt zich juist weer razendsnel herstellen."

"Welke krachten indertijd een rol hebben gespeeld, is inmiddels duidelijk. Een Amerikaans fonds uit Kansas City wilde heel snel, heel erg

### 'Amsterdam zit bij de internationale eredivisie'

veel *index futures* verkopen. Volgens de officiële lezing functioneerde het computersysteem niet goed, waardoor die enorme prijsfluctuaties konden ontstaan. Maar wij hebben alle orders geanalyseerd, dat ging om milliseconden, en wij zagen dat vlak voordat de koersen explodeerden, de markten ontkoppeld raakten, waarschijnlijk door de grote omvang van de transacties, want flitshandelaren

waren op al die platforms actief. Vanwege die vertraging op de markt vertrouwden handelaren het niet meer en vielen de transacties stil. De verkopende partij kon alleen nog lokale kopers vinden en daardoor werd de prijs heel fragiel. Toen werd het voor slimme handelaren heel lucratief om in te stappen, want in tien minuten waren de koersen vier procent gedaald. Zij grepen hun kans en sloegen toe tot de prijs zich weer naar een normaal niveau had hersteld."

Flash crashes doen zich bovendien om de haverklap voor, volgens Menkveld; ze zijn niet iets om wakker van te liggen. "Elke dag is er wel een crash die een groepje beleggers pijn doet. Zeker eenmaal per jaar doet zich een substantiële crash voor. En de oorzaken blijven onbekend."

Een uitzondering was de Twittercrash, vorig jaar april. "Hackers hadden het Twitteraccount van persbureau Associated Press gehackt, waarna er een bericht op het net verscheen dat er een bom was afgegaan in het Witte Huis. Al snel werd duidelijk dat het bericht niet klopte, dus de markten herstelden zich heel snel."

Inlichtingendiensten hebben al doemscenario's over financieel terrorisme in de kast liggen, waarbij hackers de markten verstoren om zelf geld te verdienen op de beurs. "De hackers kopen dan op het moment dat de markt z'n laagste punt heeft bereikt en doen alles weer van de hand als de koersen zich hersteld hebben. Bij de Twittercrash is onderzocht of daar sprake van was, maar daar is tot nu toe niets uitgekomen." Nederland speelt een belangrijke

### 'Iedereen rent terug naar de beurs als de onrust groeit'

rol in de flitshandel. Amsterdam telt volgens Menkveld net zoveel spelers als Londen en behoort daarmee tot de internationale eredivisie. "Hoeveel kantoren hier actief zijn, weten we niet zeker, want dit soort bedrijven opereert het liefst onder de radar. Wie geld verdient met behulp van ingewikkelde computercodes, is altijd bang dat hij door anderen wordt gekopieerd. Maar Nederland is

een land van tussenpersonen, dat is altijd zo geweest. Amsterdam was de eerste stad met een aandelenbeurs en de mannen op het Damrak hebben precies op tijd hun handel verlegd naar de computer."

Beleggersvereniging VEB kondigde vorige week een onderzoek aan naar dark pools. Ze zouden grote beleggers bevoordelen, de transparantie op de aandelenmarkt in gevaar brengen en vanwege de enorme bedragen die erin omgaan ook een systeemrisico zijn.

Menkveld publiceerde deze maand een uitgebreid onderzoek naar dark pools en begrijpt de kritiek van de VEB niet. "Orders in dark pools worden afgehandeld door clearinghuizen, die de koper en verkoper verzekeren tegen het risico dat één van beide partijen niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Van een systeemrisico is geen sprake, want zonder dark pools zouden deze transacties op de openbare markten worden verhandeld. Transparantie is er ook wel degelijk, maar pas na afloop. Beleggers kunnen achteraf altijd zien welke prijs ze hebben gekregen."

Dark pools moeten altijd aandelen tegen een gunstigere prijs aanbieden dan op de openbare markt. Menkveld vroeg zich daarom af waarom eigenlijk niet iedereen in een dark pool handelt. De Amerikaanse technologiebeurs Nasdaq verschaftte hem inzage in computerbestanden waarvoor het eerst per minuut te zien was wat zich in de dark pools afspeelde. Hij ontdekte tot zijn verrassing dat nagenoeg alle beleggers de dark pools snel links lieten liggen zodra zich grotere koersschommelingen begonnen voor te doen.

De turbulentie op de effectenmarkten wordt bijgehouden op de Vix, ook wel de *fear index* genoemd, de angstindex. "Zodra blijkt dat de prijzen in beweging komen, zie je de handel verschuiven naar de openbare beurzen. In de dark pools ben je al tijd verzekerd van een gunstigere prijs, maar je weet nooit zeker of de transactie echt wordt uitgevoerd. Als er meer koop- dan verkooporders liggen, moet de dark pool 'nee' verkopen en zit er weinig anders op dan te wachten tot zich een nieuwe kans aanbiedt. Terwijl de prijs in die tussentijd al kan zijn gestegen."

"Dus als het water echt tot aan de dijken staat, geven beleggers de voorkeur aan een beurs waar ze zeker weten dat hun transacties meteen worden uitgevoerd. Dark pools kunnen de markten dus niet verstoren, want als de onrust toeneemt, rent iedereen toch weer terug naar de beurzen."