

'Flitshandelaar moet denken aan onderbuikgevoel'

Albert Menkveld is verkozen tot nummer 1 in de ESB-ranglijst van best publicerende economen. Hij is hoogleraar Finance en wordt gezien als een autoriteit op het gebied van prijsvorming op beurzen en *high frequency trading*, oftewel flitshandel. Menkveld betoogt dat pensioenfondsen en particuliere beleggers baat hebben bij het bekritiseerde werk van flitshandelaren. Meer inzicht in de handelsgegevens van beurzen moet dat aantonen.



PAGINA 22



‘Flitshandelaar moet denken aan onderbuikgevoel gewone belegger’

Hoogleraar Albert Menkveld over het nut van flitshandelaren, het toenemende wantrouwen van burgers en de noodzaak van transparantie op de financiële markten.

Mathijs Rotteveel
Amsterdam

Albert Menkveld had nooit kunnen denken dat zijn auto zou worden bekogeld met rode verbommen vanwege eekhoornpjes. Vanwege 440 Noord-Amerikaanse gestreepte grond-eekhoorns, om precies te zijn.

Eind vorige eeuw besloot KLM, waar Menkveld toen persvoorlichter was, de beestjes in de versnipperaar te gooien omdat ze niet in bezit waren van de juiste papieren. Het leverde de luchtvaartmaatschappij een boete op van 80.000 gulden en een deuk in zijn imago. Nederland was boos. Het regende verhalen (Schand!) in kranten, en verbommetjes op de auto van Menkveld. Het geschatte omzetverlies voor KLM: zo'n 25 mln gulden.

Menkveld heeft één ding van de eekhoornjesaffaire geleerd: geef openheid. ‘Pas toen we de loods waar het was gebeurd opstelden voor journalisten, waaide de kritiek over. Er was daar namelijk verder niets te zien, niets om over te schrijven. De journalisten beseften dat KLM klem zat, al had iemand die beestjes netjes moeten laten inslapen. Ze hadden natuurlijk nooit in de shredder gemogen.’

Menkveld houdt zich allang niet meer met eekhoorns bezig, net zo min als met vliegtuigen. Hij is hoogleraar Finance aan de Amsterdamse VU en wordt wereldwijd gezien als een autoriteit op het gebied van prijsvorming op beurzen en *high frequency trading*, oftewel flitshandel. Flitshandelaren maken gebruik van verfijnde computers en algoritmen om bijna met de snelheid van het licht geld te verdienen aan minieme koersverschillen. Net als voor KLM geldt voor hen: het imago kan wel extra glans gebruiken.

V Hoe zouden ze hun imago moeten op-poetsen? Ze handelen sneller dan ‘gewone’ beleggers. Die zijn daar dan toch de dupe van? Het lijkt me lastig dat beeld te draaien. ‘Particuliere beleggers en professionele beleggers, zoals de pensioenfondsen, hebben juist veel baat bij het werk van flitshandelaren. Mede door hun werk is het handelen in aandelen en opties veel goedkoper geworden, voor iedereen. Het begon met de concurrentie tussen de beurzen. Daarvoor waren dat inefficiënte monopolies met hoge prijzen.’

‘Elk land had zijn eigen beurs, met een vloer vol rondlopende handelaren die betaald moesten worden. Op vrijdagavond gingen de Amsterdamse handelaren samen naar het café op het Spui om te pochen over wie de beste deal had gemaakt. Die mensen zijn, door de concurrentie tussen beurzen en alternatieve handelsplatforms, vervangen door

een paar servers, zenders en glasvezelkabels.’

V Maar we zouden het hebben over de rol van de flitshandelaren.

‘Zij vormen de lijm tussen die nieuwe beurzen die met elkaar en de traditionele beurzen concurreren. Als er niemand op zo'n nieuwe beurs gaat handelen, heeft het oude monopolie ook geen reden prijzen te verlagen. Het alternatieve handelsplatform Chi-X opende in 2007 zijn deuren in Amsterdam, maar er was geen handel. Tot één grote flitshandelaar zijn machine aanzette en een groot deel van zijn transacties naar Chi-X stuurde.’

‘In korte tijd ging 10% van het handelsvolume naar de nieuwe uitdager. Dan komen ervan zelf meer. Dit heeft directe invloed gehad op de kosten van handelen op de beurs. Bijvoorbeeld de prijzen van clearinghuizen (die transacties van handelaren afwickelen en hun risico's controleren, red.) zijn niet met een paar procent gedaald, maar met 50%. Ook de transactiekosten zijn met tientallen procenten gedaald. De concurrentie tussen de beurzen was nooit van de grond gekomen zonder de inbreng van flitshandelaren, die de prijzen tussen de verschillende platforms gelijktrekken.’

V Hoe komt het dat ze dan toch zo vaak afgeschilderd worden als nutteloze profiteurs?

‘Het fantastische boek *Flashboys* van Michael Lewis heeft daar ongetwijfeld een rol in gespeeld. Lewis focust op misstanden die ongetwijfeld hebben plaatsgevonden, zoals het razendsnel herkennen van grote orders en vervolgens handelen met deze “voorkennis” door flitshandelaren. Hierdoor zou de totale markt oneerlijk zijn.’

‘Lewis is een groot schrijver en heeft zeker een punt, maar hij trekt het wel uit zijn context. Als je lang genoeg zoekt, vind je namelijk overal problemen. Lewis maakt een klein punt zo groot dat we de rest over het hoofd zien. Daarom kijken we met z'n allen naar de staart van een olifant, terwijl we de olifant zelf vergeten.’



‘We zitten met z'n allen naar de staart van een olifant te kijken, terwijl we de olifant zelf vergeten’



Cv Albert Menkveld

1971
Geboren in Doetinchem

1996
Master Econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

2002
Promotie Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

2002-heden
Vrije Universiteit Amsterdam (hoogleraar sinds 2011)

2004-2005 en 2008-2011
Gastonderzoeker aan New York University

2007
Pierson Medaille, uitgereikt door de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

2018
Vici-beurs toegekend door Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek

2020
Nummer 1 in de ESB-ranglijst van best publicerende economen in Nederland

Albert Menkveld: ‘Flitshandelaren zijn de lijm tussen die nieuwe beurzen die met elkaar en de traditionele beurzen concurreren.’

FOTO: ROGER CREMERS VOOR HET FINANCIËLE DAGBLAD

V Flitshandelaren hebben geen klanten en handelen met hun eigen geld. Waarom zouden ze zich druk maken om de mening van het grote publiek?

‘Ik begrijp best het enorme dilemma. Je zit jarenlang aan een algoritme te bouwen. Dat kost bloed, zweet en tranen. Dan wil je die kennis niet delen, want dan schud je meteen je concurrenten wakker. Maar er is een groot belang voor de hele sector om het vertrouwen van het grote publiek niet te verliezen. Hoe irrationeel het misschien ook klinkt: je moet rekening houden met het onderbuikgevoel van gewone beleggers. Als die het niet meer vertrouwen, gaan ze niet meer in aandelen beleggen, droogt de liquiditeit op en hebben flitshandelaren geen omzet meer.’

V Hoe kunnen ze dat vertrouwen terugwinnen?

‘Door openheid van zaken te geven. Laat achteraf zien welke spelers tegen welke prijzen gehandeld hebben. Dan kunnen wetenschappers, toezichhouders en journalisten zien wat er gebeurd is op de beurs. Als ik, als klant, zie dat mijn stukken telkens de verkeerde prijs hebben gekregen, dan is er reden tot verder onderzoek en wellicht ingrijpen. Dit moet wel geanonimiseerd, bijvoorbeeld naar sector: een pensioenfonds doet dit, een flitshandelaar dat. Het beste is als niet de handelspartijen deze informatie vrijgeven, maar de beurs. Die heeft alle gegevens en geen direct belang.’

V Openheid dus. Geen extra regelgeving of kapitaal-eisen?

‘Nee, alsjeblieft niet. Na de financiële crisis kwam er veel nieuwe regelgeving. Vooral in de Verenigde Staten had de Dodd-Frank-wet grote consequenties voor de banken. Consumentenbanken mochten niet meer handelen voor eigen rekening. Zij stopten daarmee of stootten hun zakenbanken, die dat wel deden, af. Daarmee verdwenen er heel diepe zakken uit de markt.’

‘Ik ben gaan meten, vanaf 2007 tot 2018, hoeveel er gehandeld werd in de Spider, een tracker op de Amerikaanse S&P 500-index en een van de meest verhandelde effecten ter wereld. In de prijsmarge die ik bekeek, werden in 2007 nog één miljoen stukken per dag aangeboden, geleidelijk dalend tot honderdduizend in 2018. Er was een grote daling bij de invoering van de Dodd-Frank-wet. Het verdwijnen van de liquiditeit door zulke regelgeving is een grote zorg en kwam ook weer naar boven in maart, tijdens de coronacrash.’

V Het financiële systeem heeft die periode goed doorstaan, zeggen toezichhouders en marktpartijen. Ondanks de enorme koersbewegingen zijn er geen grote spelers omgevallen.

‘Op wat er precies in maart en april is gebeurd, moeten we nog goed inzoomen. Gewoonlijk ruilen beleggers in angstige tijden aandelen in voor obligaties, omdat die gezien worden als een veiligere haven. Dat zagen we nu niet. Ze wisselden hun aandelen het liefst in voor cash en verdwenen vervolgens uit de markt. Er waren nauwelijks kopers voor bedrijfsobligaties. Daardoor werd de prijsdruk op deze markt te groot en moesten de centrale banken feitelijk deze stukken gaan kopen.’



‘Ik zie cryptomunten meer als een uitlaatklep voor mensen die te veel in paniek raken. Die kant moeten we niet op’

V Moest dat? Hadden de centrale banken zich niet gewoon afzijdig moeten houden en misschien partijen moeten laten omvallen? Of kon het financiële systeem dat niet aan?

Voor het eerst tijdens het gesprek valt Menkveld even stil. ‘Haha, ga je nu opschrijven dat je me klem hebt? Dat ik het ook niet meer weet? We komen nu bij de vraag of mensen de grote instituten nog vertrouwen. We hadden nooit gedacht dat beleggers staatsobligaties van Europese landen zouden gaan verkopen, die gedekt werden door de Europese Unie, maar dat gebeurde ook in 2010 met Griekenland.’

‘Nu zien we dat mensen ons hele financiële systeem niet meer vertrouwen en overstappen op cryptovaluta's als de bitcoin en de etherium. Dat komt ook door het beleid van de centrale banken. Net als ik zojuist schetste bij de flitshandelaren, draait het hier om vertrouwen.’

V Hoe moeten de centrale banken dat herstellen?

‘Transparantie. Ik heb een beeld voor me van iets wat ik in New York zag toen ik daar woede. Ik was uitgenodigd om in de centrale kamer van beursbedrijf ICE te kijken. Als je belangrijk genoeg was, kreeg je een pasje om daar binnen te komen. Het was een grote ruimte waarvan alle muren waren afgeplakt met beeldschermen, die groen, gele, oranje en rode cijfertjes lieten zien. Een soort groot van kleur.’

‘Toen ik er was, kleurden die schermen vooral groen. Soms zag je ergens gele gebieden verschijnen, met oranjevlecken erin. Dan schoten de blikken van de risicomangers direct die kant op. Ik had geen idee wat er gebeurde, maar zij konden zien in welke hoek van de markt de risico's zich opbouwden.’

‘Zoiets zou je ook moeten hebben voor ons hele financiële systeem. Dat je precies kunt zien waar de risico's liggen, welke spelers of sectoren scheef zitten en of er deelmarkten zijn die stilvallen. Dat geeft toezichhouders en centrale banken een beter zicht op het totaalplaatje, live, en dus met meer kans om vroeg in te grijpen. En je raakt de burger niet kwijt, want die kan je laten zien dat er ervovenop zit.’

‘Ik denk dat we niet de kant van cryptomunten op moeten. Ik zie die meer als een uitlaatklep voor mensen die te veel in paniek raken. Maar daarvan weten we niet of die niet naar criminele organisaties en terrorisme gaan. Jij en ik vinden het fijn dat er een autoriteit die we vertrouwen meekijkt en tegelijkertijd dat iemand in de gaten houdt dat we niet met zijn allen aan de verkeerde kant van de dijk zitten.’

Flitshandelaren: wie zijn ze en wat doen ze?

Er zijn wereldwijd maar een dozijn ‘high frequency traders’, oftewel flitshandelaren, actief. Het gaat vooral om Amerikaanse handelshuizen zoals Citadel, Jump Trading en Virtu. Tot de kleine groep die de markt in handen heeft behoren ook drie bedrijven uit Amsterdam: Flow Traders, IMC en Optiver. De

algoritmen op hun snelle computers sturen in minder dan een milliseconde orders naar beurzen en alternatieve handelsplatforms, om die mogelijk net zo snel weer te herroepen. Alle hebben ze honderden miljoenen geïnvesteerd in de benodigde apparatuur, zoals glasvezelkabels en etherverbindingen.

Volgens de laatste schattingen is deze groep verantwoordelijk voor ongeveer de helft van alle beursorders wereldwijd. Flow Traders, de enige beursgenoteerde flitshandelaar in Nederland, behaalde in de eerste negen maanden van 2020 een nettohandelsomzet van €803 mln en een nettowinst van €398 mln.