De effectenhandel buiten de Europese en Amerikaanse beurzen om is de laatste jaren fors toegenomen, tot naar schatting ruim 30 procent van het totale volume. Een groot deel daarvan speelt zich af in zogenoemde *dark pools*, besloten platforms waar aandelenpakketten van hand tot hand gaan zonder de beurskoersen te beïnvloeden. Want niemand heeft zicht op wat daar gebeurt. Die ondoorzichtigheid maakt dat *dark trading* omstreden is. Niet nodig, vindt hoogleraar Finance Albert Menkveld. "Wij hebben er allemaal voordeel bij." We legden hem vijf stellingen voor.

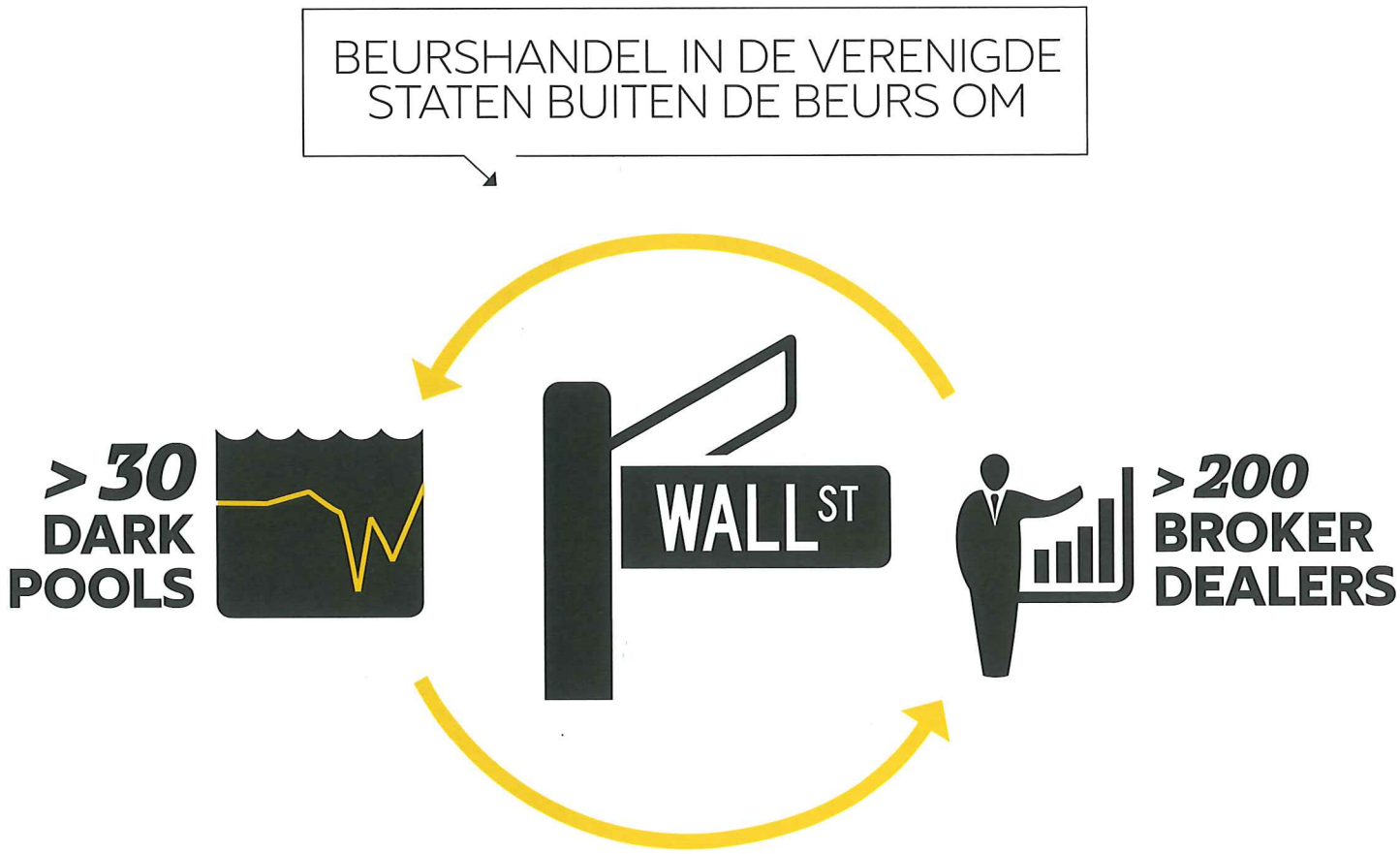
fotografie: StudioVU / Riechelle van der Valk

***Albert J. Menkveld**, van huis uit econometrist, is als hoogleraar Finance verbonden aan de Vrije Universiteit en de Duisenburg School of Finance/Tinbergen Instituut. Hij deed onder meer uitgebreid onderzoek naar de mechanismen die aan het werk zijn in dark pools. Bekijk de publicatie: http://albertjmenkveld.org "Shades of Darkness: A Pecking Order of Trading Venues".*

Stelling 1.

DARK TRADING IS EEN FENOMEEN VAN DEZE TIJD.

"Dat partijen beurzen omzeilen om financieel voordeel te halen, is al zo oud als de effectenhandel zelf. Maar er zijn door de voortschrijdende technologie wel nieuwe vormen van *dark trading* bij gekomen. Vroeger moest je om zonder tussenkomst van een beurs in aandelen te handelen, een balletje opgooien in kroegen en andere ontmoetingsplaatsen en kijken of er iemand hapte. Later ging dat telefonisch en per e-mail. Als je anoniem wilde blijven, stuurde je er een intermediair op uit. *Dark pools* bestaan ook alweer sinds de jaren tachtig. Wel hebben ze de laatste jaren een hoge vlucht genomen. In de Verenigde Staten zijn ze naar schatting tegenwoordig goed voor zo'n 15 procent van het handelsvolume en in Europa zal dat niet minder zijn."



Stelling 2.

DARK POOLS ZIJN BEZIG DE BEURZEN UIT DE MARKT TE DRIJVEN.

"*Dark pools* bieden aandelen doorgaans aan tegen een gunstigere prijs dan de markt. Je komt dan ergens in het midden uit tussen de bied- en de laatkoers. Dat levert zowel de koper als de verkoper financieel voordeel op, want er worden minder transactiekosten betaald. Maar aan het handelen in *dark pools* zijn ook risico's verbonden. Je weet namelijk nooit zeker of je order ook wordt uitgevoerd. Biedt zich geen natuurlijke tegenpartij aan, dan gebeurt dat niet en moet je wachten tot zich een nieuwe kans voordoet. Terwijl de koersen dan inmiddels minder gunstig kunnen zijn. Recente theorieën zeggen dan ook dat *dark pools* minder aantrekkelijk zijn voor beleggers als de druk voor hen toeneemt. Die theorieën heb ik aan de praktijk kunnen toetsen doordat de Nasdaq zo vriendelijk was om mij en mijn co-auteurs Bart Yueshen van INSEAD en Haoxiang Zhu van MIT inzage te geven in computerbestanden waar voor het eerst per minuut te zien was wat zich in diverse *dark pools* afspeelde. Uit de analyse van die gegevens bleek dat handelaren *dark pools* snel verlaten zodra de VIX Index, ook wel bekend als de *fear index*, omhoogschiet. Deze houdt de turbulentie op de effectenmarkten bij. Neemt die toe, bijvoorbeeld onder invloed van groot nieuws als een aanslag of recent het instorten van de beurzen in China, dan verschuift de handel weer naar de beurzen. Deze uitkomst had ik wel verwacht, maar het verraste mij hoe consistent beleggers op die VIX Index reageren. Dat verklaart misschien ook dat hoewel *dark trading* sterk gegroeid is, het aandeel nu stabiliseert. De beurzen worden dus niet overbodig."

Stelling 3.
DARK POOLS BEVOORDELEN GROTE BELEGGERS.

"Nee. Het is een misvatting dat alleen grote beleggers worden toegelaten in *dark pools*. Ook voor kleinere investeerders zijn er *dark pools* actief waar zij profiteren van dezelfde prijsvoordelen. Je kunt zelfs wel stellen dat grote beleggers in het nadeel zijn omdat het voor hen moeilijker is om uit te wijken naar de reguliere beurs als ze een grote order hebben. Een partij van 2 miljoen euro krijg je niet zonder kleerscheuren op de beurs verhandeld. Voor kleine beleggers speelt dat probleem niet. Wel is het relatieve voordeel voor institutionele beleggers zoals pensioenfondsen groter. Als je € 9,95 krijgt voor een aandeel dat op de beurs € 9,90 doet, is de winst per aandeel niet zo groot, maar bij grote orders gaat het meteen om veel geld. Zo bezien helpen *dark pools* onze pensioenkosten laag te houden. Daar hebben we allemaal voordeel bij."

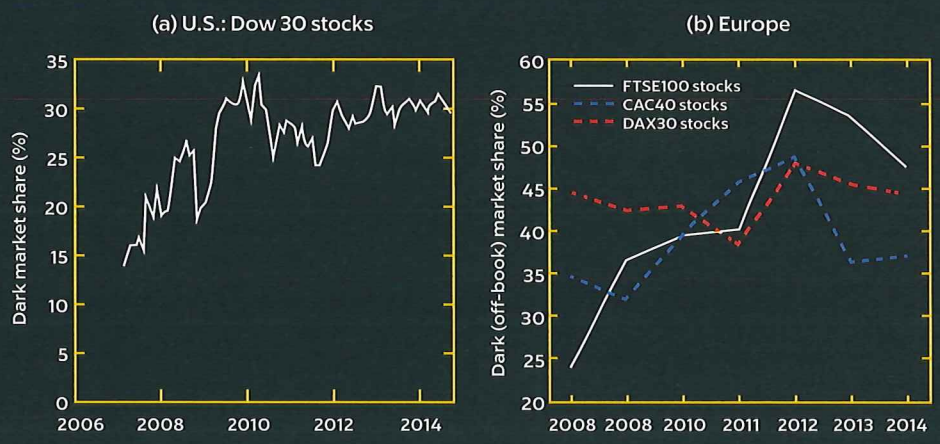
Stelling 4.
DARK POOLS BRENGEN DE TRANSPARANTIE OP DE AANDELENMARKT IN GEVAAR.

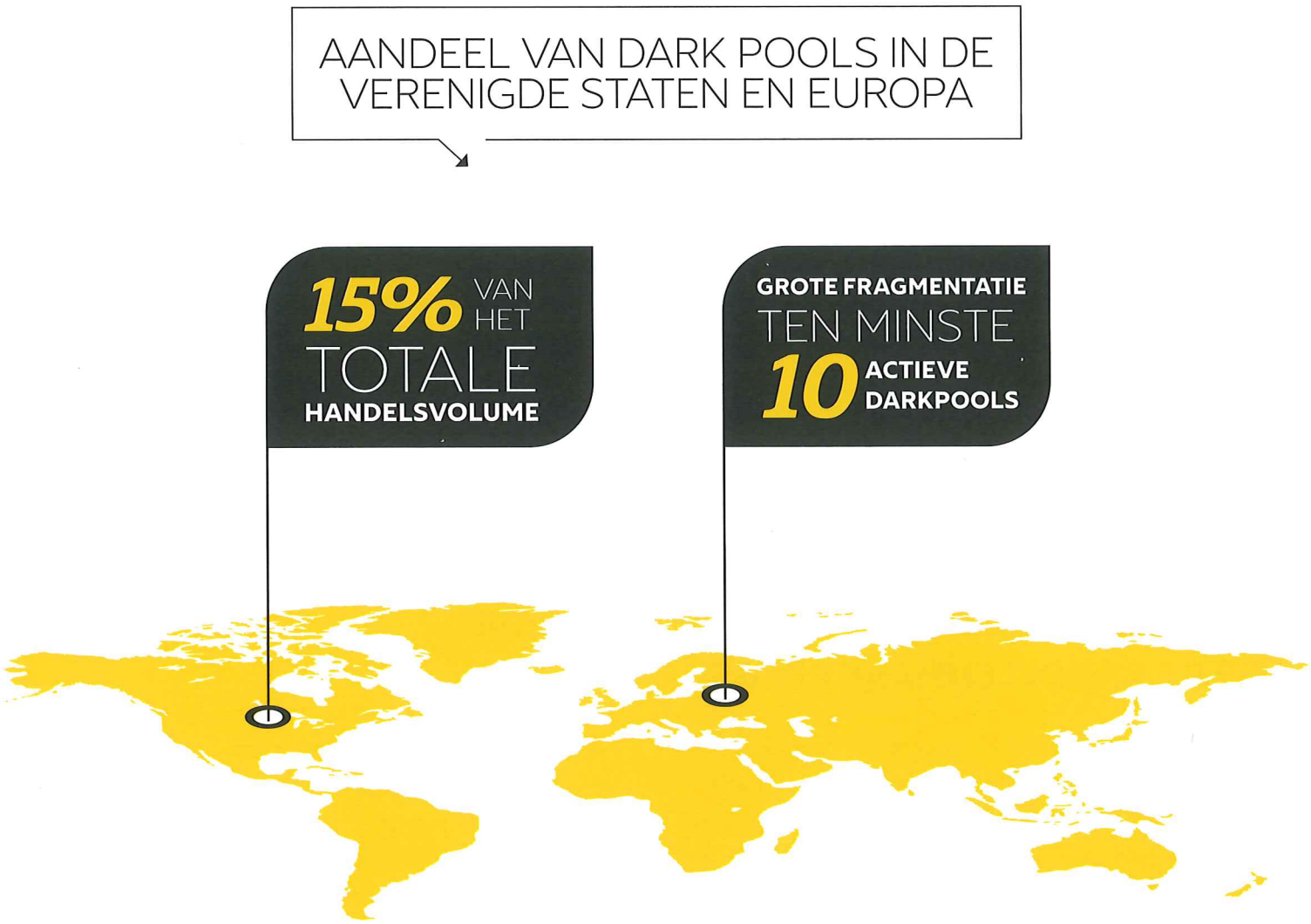
"Elke transactie moet gerapporteerd worden, ook in Nederland. Ik heb een tijdje in Amerika gewoond en had daar ook veel contacten met grote banken op Wall Street. Europese beurzen meden ze. 'Wat is er mis met Europa?', wilde ik weten. Het antwoord luidde: 'The consolidated tape is missing'. In Amerika verzamelen *consolidated tape providers* post trade-informatie zoals prijs, volume en tijdstip. Die maken ze publiek in een continue elektronische datastroom. Ook voor de transacties in *dark pools*. De regelgeving in Europa gaat er inmiddels ook heen dat elke transactie die heeft plaatsgevonden, via een elektronisch signaal direct zichtbaar wordt voor iedereen. Dat wordt onderdeel van de nieuwe Europese regelgeving MiFID. Dat is het voordeel van de huidige markt die op hightech elektronica draait: dat die informatie binnen een seconde beschikbaar komt. Hooguit een minuut."

DARK TRADING IN BEELD

Marktaandeel van dark trading in de Verenigde Staten en Europa. Grafiek a toont het maandelijkse gemiddelde van buiten de beurs verhandelde aandelen uit Dow Jones Industrial Average.

Bron: Bloomberg en TAQ. Grafiek b toont het gemiddelde percentage buiten de beurs verhandelde aandelen uit de FTSE100-, CAC40- en DAX30-indexen. Het gaat hier om schattingen. Bron: Fidessa.





Stelling 5.
DARK POOLS VORMEN EEN SYSTEEMRISICO.

"*Dark pools* op zich niet. Maar als je vraagt: 'Is er een risico omdat ze bestaan?', zeg ik ja. Dat systeemrisico ontstaat als optelsom van wat iedereen doet. Juist omdat de handel tegenwoordig zo gefragmenteerd is en niemand weet wat anderen doen. Als je één beurs hebt waar iedereen aanklopt, is er overzicht. Nu niet. We moeten toezichthouders hebben die die optelsom blijven zien. Die kunnen beoordelen waar de gevoeligheden liggen tussen financiële partners die tegenover elkaar staan. Wie zijn dat? Wordt er niet eentje te groot? Komen er geen banken onder water te staan als iedereen bijvoorbeeld opeens zijn Chinees vastgoed gaat verkopen? Ik zou ervoor willen pleiten dat toezichthouders volledige inzage krijgen in wat er in *dark pools* gebeurt. Via directe rapportages. Dan wordt de optelsom weer compleet. Zo voorkom je dat problemen zich buiten het zicht van toezichthouders opbouwen, zoals bij de laatste crisis. In Amerika is regelgeving in de maak om het totaalplaatje weer helder te krijgen, de *Rule 613 consolidated audit trail*. Dat is een stap in de goede richting om het systeemrisico te fixen. Zonder *dark pools* af te schaffen. Op die manier kunnen beleggers blijven kiezen."