

# Geef de HFT's meer credits

Interview door Ronald Kok

Recent had Albert Menkveld,<sup>1,2,3</sup> hoogleraar Finance aan de VU in Amsterdam, een interview met het FD<sup>4</sup> over de rol van de flitshandelaren (ook wel high frequency traders (HFT) genoemd). Volgens Menkveld hebben flitshandelaren nog altijd te weinig krediet en is het zeker zaak om hun rol meer te waarderen. We spreken met Menkveld over de ontwikkelingen in de HFT-markt en waarom daar juist minder in plaats van meer regelgeving zou moeten zijn.

Menkveld was eerder als persvoorlichter werkzaam bij KLM. De link vanaf KLM met de beurswereld was er door de dubbele notering van het aandeel: in Amsterdam en New York en het aandeel had bij beide beurzen min of meer dezelfde volumes. De raad van bestuur vroeg zich toen af waar nu eigenlijk de waarde van het aandeel KLM echt werd bepaald. Dit vraagstuk triggerde hem om zich hier meer in te verdiepen en zijn proefschrift ging daarom ook niet toevallig over de gefragmenteerde handel.

## Imago is key

Menkveld besprak in zijn interview met de FD-journalist Mathijs Rotteveel de zaak rondom de gesneuvelde eekhoorns bij KLM waar hij persvoorlichter was. KLM kwam destijds zwaar onder vuur te liggen omdat de beestjes geruimd werden, maar er was geen andere keuze bleek achteraf. Het gevolg: een boete van 80.000 gulden en een extra omzetverlies van circa 25 miljoen gulden. Als de media destijds beter geïnformeerd had, dan was het allemaal niet zo uit de hand gelopen.

Menkveld ziet hier parallellen met de HFT-wereld waar het beeld van de buitenwereld vaak veel te negatief is. Vaak is er het beeld dat HFT-bedrijven zouden profiteren van lagere prijzen die de particulier niet kan krijgen. Maar volgens hem is dat beeld onterecht. Veel van de kritiek komt ook door het, volgens Menkveld weliswaar fantastische, boek 'Flash Boys'<sup>5</sup> (2014) van Michael Lewis dat vooral de negatieve kanten van de HFT-wereld liet zien. Dit is volgens Menkveld zeker terecht, maar er zijn ook voldoende voordelen aan de aanwezigheid van de HFT-bedrijven. De enorme winstmarges van de HFT-bedrijven zijn trouwens grotendeels verleden tijd. Doordat de bedrijven hun processen steeds verder optimaliseerden (qua letterlijke afstand tot de beurs, qua hardware etc.) zijn de winstmarges verder afgenomen: alle partijen hebben ook hetzelfde product.

## Concurrentieslag op gebied van snelheid en grootte

Daarnaast is het ook al lang niet meer zo dat het software is die de transacties berekenen en uitvoeren. De processen lopen nu vooral direct vanaf het moederbord aldus Menkveld. HFT bedrijven zijn steeds meer techbedrijven geworden die zich heel erg op de optimalisatie van hun infrastructuur richten, oftewel de 'hardware'. Het gaat natuurlijk om het 'intern' verspreiden van de signalen van de data (bijvoorbeeld naar de vestigingen in Frankfurt, Londen, New York etc.). Hier wordt de slag vooral door de datasnelheid

gewonnen. Grote datapakketten moeten dus zoveel mogelijk gecomprimeerd worden omdat de bandbreedtes voor iedereen beperkt zijn. "Het is hier wel een uitruil, het signaal kan wel sneller maar dan wordt het wellicht wel kleiner" aldus de hoogleraar.



Foto: Yvonne Compier

**Albert Menkveld** is hoogleraar Financiën aan de Vrije Universiteit Amsterdam en is verbonden aan het Tinbergen Instituut. In 2002 promoveerde hij op Tinbergen aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij was meerdere jaren op bezoek bij verschillende Amerikaanse scholen (NYU, Wharton en Stanford). De onderzoeken van Albert zijn gericht op de effectenhandel, liquiditeit, prijsvorming en financiële econometrie. Hij publiceerde in verschillende academische tijdschriften, zoals Journal of Finance, Journal of Financial Economics en Review of Financial Studies. Albert is Associate Editor bij de Review of Asset Pricing Studies en een Research Fellow bij het Centre for Economic Policy Research (CEPR). Menkveld publiceert regelmatig over de High Frequency Trading (HFT) -wereld en staat momenteel op de eerste plaats bij het ESB-bulletin.

### HFT-bedrijven drukken transactiekosten

"Door de komst van de HFT-bedrijven heeft de particuliere belegger erg veel voordeel: zo zijn de handelstarieven door de toegenomen concurrentie gedaald en zijn de bied-laag spreads gedaald" zo stelt Menkveld. In het FD-interview stelt de hoogleraar dat door de opkomst van de HFT-bedrijven de kosten van clearing met zo'n 50 procent gedaald zijn. De transactiekosten zijn ook met tientallen procenten gedaald zo schat hij in. "De concurrentie tussen de beurzen was nooit van de grond gekomen zonder de inbreng van flitshandelaren, die de prijzen tussen de verschillende platformen gelijktrekken" zo liet het FD optekenen.

### Nieuwe beurzen welkom

Door de opkomst van nieuwe beurzen, zoals TOM en Chi-X, werden de grote (inefficiënte) monopolistische beurzen als Euronext op scherp gesteld en ontstond er een prijzenoorlog waarvan de beleggers juist profiteerden. TOM hield echter in 2017 op te bestaan<sup>6</sup> en Chi-X werd in 2011 onderdeel van BATS Global Markets.<sup>7</sup> Er is dus zeker ruimte voor nieuwe platformen want op deze manier kunnen de grote spelers zoals Euronext en NYSE scherp gehouden worden. Het opzetten van een nieuwe beurs is 1 ding maar het laten overstappen van handelaren is een stuk onzekerder. Menkveld stelde dat ook de grote handelaren nu eenmaal een bias hebben richting hun 'vaste beurs'. "Ook al was het handelen op TOM of Chi-X goedkoper dan nog ging de handel er niet massaal naartoe: een coördinatiefrictie" aldus Menkveld. Het is dus cruciaal dat er een bepaalde minimum aanwezigheid van handelaren is, ook al zou de nieuwe markt goedkoper zijn. Menkveld verwacht dat er vroeg of laat weer nieuwe partijen op zullen staan om nieuwe concurrerende beurzen te starten. Hij noemt dit logische en natuurlijke processen die de markten verder aan kunnen scherpen.

### Toezicht verder automatiseren

Menkveld, die onder andere de AFM adviseert, ziet dat de markten in fases steeds meer geautomatiseerd worden. Van het fysieke beursplein naar een server en van menselijke brokers naar algoritmes. De bal ligt nu bij de toezichthouders om ook een grote automatiseringsstap te maken aldus de hoogleraar. Met de enorm ontwikkelde IT is het in principe relatief eenvoudig om alle transacties en biedingen heel helder in kaart te krijgen. Menkveld verwijst hiermee bijvoorbeeld naar data science methoden die in zijn ogen bij de toezichthouders nog veel te weinig (of überhaupt niet) worden ingezet. De datasets zijn in principe al aanwezig en dit niet oppakken ten behoeve van beter toezicht is zonde.

Wanneer de toezichthouders op dit punt zouden verbeteren zouden ze een veel stevigere grip op de markten kunnen hebben. Nu wordt er pas onderzoek gestart (bijvoorbeeld bij voorkennis) nadat een en ander al geschied is. Met het veel beter in kaart hebben van ook de bied- en laatorders (dus niet alleen de gerealiseerde orders) kunnen de toezichthouders veel beter hun werk doen aldus Menkveld. Verder is er ook vanuit de data uit de clearinghoek nog veel aan inzichten te winnen.

### 'Gamestopification' zorgelijk

De hele affaire rondom Gamestop-gate<sup>8</sup> (Menkveld noemt de 'gamefication' van de markten zorgelijk) is een heel goed voorbeeld

van hoe troebel het allemaal kan verlopen. Eén van de regels in de effectenwereld is dat je de prijs van een aandeel niet mag beïnvloeden in je eigen voordeel. Of deze wet bij deze affaire overtreden is, is echter nog onduidelijk. "Manipulatief handelen is niet toegestaan en alle uitingen hierbij op de sociale media maakt deze affaire natuurlijk sowieso discutabel" aldus Menkveld.

Het aandeel Gamestop werd behoorlijk geshort door grote partijen dit tot tegenzin van vooral de kleine millennials en fans van het bedrijf die juist daarom het aandeel massaal gingen kopen. Dit werd allemaal op het sociale mediaplatform Reddit<sup>9</sup> gemeld en tot grote frustratie van Menkveld liet de SEC dit lopen. Niet dat Menkveld voor ingrijpen bij Gamestop pleitte. Via de sociale mediakanalen wordt waardevolle informatie wel op een presenteerblaadje aangeboden, maar te weinig gebruikt door de toezichthouders. Menkveld heeft zorgen of de toezichthouders op dit moment technisch capabel zijn om al deze datastromen te kunnen verwerken. Dit geldt trouwens niet alleen voor Nederland maar ook voor de meeste andere landen waarbij de VS echter voorop loopt.

Menkveld noemt dit enorme gemiste kansen en ziet op deze twee gebieden: sociale media en de beurswereld grote kansen om via data science de zaken aan elkaar te knopen. Dus welke beleggers deden welke transacties en wat posten zij op de sociale mediakanalen. De uitbijters van deze analyse zijn dan redenen om het verder uit te zoeken aldus Menkveld. Hij gaat er daarom absoluut vanuit dat de toezichthouders dit pad op gaan.

Mogelijkheden om transacties te analyseren:

1. Ontleden transacties: wie heeft er veel geld verdiend, wie heeft er veel gehandeld etc.
2. Uitzoeken postings sociale media

Mochten hier opmerkelijke transacties uit blijken die dus ook qua sociale media-uitingen verdacht zijn dan kunnen dit zeker valide cases voor de rechter zijn aldus Menkveld. Door dit doorlopend te monitoren kunnen toezichthouders continu een thermometer in de markt hebben. Wanneer toezichthouders zo dus dichterbij de bal zitten zal de transparantie van de markt fors kunnen stijgen. Zodoende kunnen ze bij incidenten zoals bij Gamestop ook veel adequater ingrijpen. Een belangrijke en eenvoudige variabele om naar de volumes te kijken is de Herfindahl-index.<sup>10</sup> Hiermee kunnen toezichthouders beoordelen of er een goede balans is tussen aantallen kopers en verkopers. Menkveld roemt verder de SEC die al ruim 100 quants in dienst heeft puur gericht op het in kaart brengen van alle variabelen op dit vraagstuk. Deze afdeling werd destijds opgericht als reactie op de flashcrash<sup>11</sup> in 2010 waarbij het veel te lang duurde voordat de markt in de gaten had wat er precies aan de hand was.

### Marktmachtniveau's

Om de verschillende niveaus van marktmacht in de markt te kunnen onderscheiden pleit Menkveld ervoor om bijvoorbeeld met een simpel kleurensysteem te werken: groen, geel en rood. Als het aantal participanten in de markt zeer geconcentreerd raakt, de Herfindahl hoog is, dan is er mogelijk reden tot zorg (licht springt van groen naar geel). Als dit gepaard gaat met grote volatiliteit en

hoge bruto winsten van een dominante speler, dan is er reden om er dieper in te duiken (licht springt van geel naar rood). Speelt de dominante speler nog steeds volgens de regels? Wordt de prijs niet "gemanipuleerd"? Laat ik wel duidelijk zeggen dat al deze informatie vertrouwelijk blijft en enkel door de toezichthouder gezien wordt.

### Minder regels, meer toezicht

De markten zijn enorm gefragmenteerd en het hele ecosysteem is vrij ingewikkeld geworden. Dan komt al snel de roep om meer en nieuwe regels. Toch is het volgens Menkveld eerder zaak om juist de regelgeving niet uit te breiden. Meer regelgeving werkt eerder vertroebelend en het is juist zaak om wetten te vereenvoudigen. Dit kan dus echter alleen als de toezichthouders steviger op de bal zitten (lees via bijvoorbeeld data science).

Concreet raadt Menkveld toezichthouders dus aan om:

- Toezicht opschalen
- Regelgeving vereenvoudigen

Hoe minder regelgeving er is en hoe eenvoudiger deze zijn, hoe meer capaciteit er is om het toezicht goed uit te voeren aldus de hoogleraar. De (wild)groei aan regelgeving is vooral ook een antwoord uit Europa waarbij er na schandalen vaak geroepen wordt om meer regelgeving, terwijl dit niet perse de beste oplossing is. Al deze regelgeving moet opgesteld worden, er moet stevig gelobbyd worden, vervolgens wordt er gezocht naar gaten in de nieuwe regels, etc. Deze cyclus kost echter zeer veel energie, tijd en daarmee geld. Menkveld pleit voor een vereenvoudiging van regelgeving om zo het systeem overzichtelijker te houden en daarmee beter controleerbaar. *"In theorie wordt het systeem dan efficiënter"* zo stelt Menkveld die zich op dit gebied een roepende in de woestijn voelt. Maar deze leemte deert hem niet. Vanuit zijn academische positie wordt het namelijk juist van hem geëist om kritisch naar zaken te kijken. Vanuit de industrie vindt Menkveld echter wel wederhoor, want veel (HFT) bedrijven hebben bataljons aan juristen zitten die ook allemaal betaald moeten worden.

Vooraf wanneer regelgeving in Europa gelijk getrokken wordt ontstaan er nog betere en efficiëntere financiële markten. *"Als je eenmaal een organisatie hebt dan kun je het bij dezelfde regelgeving dus makkelijk uitrollen in andere Europese landen"* aldus Menkveld, die zich een kritische pro-Europeaan noemt. Hij betreurt het daarom dat de Britten uit de EU zijn vertrokken. De Britten waren met betrekking tot financiële zaken sterk internationaal gericht, terwijl bijvoorbeeld de Fransen meer nationaal gericht zijn (Menkveld was eerder werkzaam bij de Franse toezichthouder de AMF).<sup>12</sup> Het Amerikaanse model: van 1 toezichthouder (SEC) voor alle Amerikaanse staten is een goed voorbeeld voor Europa. Hier vertegenwoordigt de ESMA die functie volgens Menkveld is het op de goede weg.

### Onderzoek naar prijsdruk

Het betitelen van 'risico' door middel van volatiliteit is volgens Menkveld veel te kort door de bocht. Het automatisch stoppen van de handel bij een te hoge volatiliteit is volgens hem dan ook niet perse een goede keuze. *"Sprongen in volatiliteit horen nu eenmaal bij de handel, want de handel schuift als het ware mee met de perceptie van de waarde van de onderliggende waarde"* aldus Menkveld. Er

kan echter wel sprake zijn van wat hij noemt 'slechte volatiliteit'. Dit zijn gevallen waarbij prijzen doorschieten en dan weer terugkeren. Dergelijke koerspatronen zouden volgens de hoogleraar gemeten moeten worden. Bij dergelijke koersextremen is het tijdelijk stilleggen van de handel zeker een optie. Dit kan via een circuit breaker. Maar het gebruik van de circuit breaker gebeurt nog steeds niet optimaal, want bij aandelen die meerdere noteringen op andere beurzen hebben gaat de handel gewoon door. Menkveld zou gelijke regelgeving hiervoor toejuichen, maar dit wordt al snel complex bij ETF's, futures en de valutahandel. Hij verwees hiervoor naar de Zwitserse Franc en het moment dat de Zwitserse centrale bank plotseling aankondigde het maximum niveau (de 'cap' oftewel plafond) van haar munt ten opzichte van de euro los te laten.<sup>13</sup> Toen kon de munt wel in cashmarkt verhandeld worden maar in de futuresmarkt ging juist continu de circuit breaker aan. Door de interconnecties is dit probleem van het overal kunnen pauzeren dus zeker niet eenvoudig.

### Groot data-onderzoek Stoxx 50

Tot slot gaf Menkveld aan bezig te zijn met een heel groot data-project: #fincap:<sup>14</sup> dit onderzoek, dat gedaan wordt door meer dan 100 academici wereldwijd, heeft betrekking op de Stoxx 50 futures op de Eurex. Deze markt geldt als één van de grootste en meest liquide ter wereld.

Het fincap-onderzoek met geanonimiseerde data gaat na:

- tegen welke prijzen werd er gekocht en verkocht, gemeten in milliseconden
- was de transactie voor eigen rekening gedaan of voor de eindklant
- wat zijn de trends in de afgelopen 20 jaar

Op deze manier kan bijvoorbeeld in kaart gebracht worden wat het percentage aan transacties van de eindklanten nu daadwerkelijk is. Stel dat dit laag is, dan wordt er als het ware vooral met dozen geschoven in de tussenhandel. Deze vorm van onderzoek, ook wel 'community science' genoemd, wordt dus met dezelfde data gedaan maar alle onderzoekers mogen hun eigen onderzoeksmethoden, software hanteren. Het eindresultaat is dan de gemiddelde waarde van alle onderzoeken bij elkaar. Door dus alle onderzoeksresultaten te bundelen is er een veel krachtiger eindresultaat. Dit onderzoek op deze schaal is de eerste in haar soort in de economie.

### Noten

- 1 <https://twitter.com/albertjmenkveld>
- 2 <https://albertjmenkveld.com/>
- 3 <https://research.vu.nl/en/persons/aj-menkveld>
- 4 <https://fd.nl/beurs/1367651/flitshandelaren-moeten-rekening-houden-met-onderbuikgevoel-gewone-beleggers>
- 5 [https://en.wikipedia.org/wiki/Flash\\_Boys](https://en.wikipedia.org/wiki/Flash_Boys)
- 6 <https://www.reuters.com/article/tom-shutdown>
- 7 <https://nl.wikipedia.org/wiki/Chi-X>
- 8 <https://fd.nl/beurs/1372706/toezichthouders-en-politiek-duiken-op-reddit-beleggers-hjb1caCFVTKI>
- 9 <https://www.reddit.com/t/gamestop/>
- 10 <https://nl.wikipedia.org/wiki/Herfindahl-index>
- 11 [https://en.wikipedia.org/wiki/2010\\_flash\\_crash](https://en.wikipedia.org/wiki/2010_flash_crash)
- 12 <https://www.amf-france.org/en>
- 13 <https://www.ftm.nl/artikelen/zwitserland-schrijft-historie-met-verbreken-koppeling-zwitserse-franc-aan-euro>
- 14 <https://fincap.academy/>