

Vergaderjaar 2013–2014

21 501-07

Raad voor Economische en Financiële Zaken

Nr. 1113

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 20 december 2013

Tijdens het algemeen overleg over de herschikking van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID II) en de Verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR) van 28 november jl. heeft het lid Nijboer (PvdA) zijn bezorgdheid geuit over de Tegenlicht uitzending van 4 november jl. getiteld «de Wall Street Code». Middels deze brief reageer ik op desbetreffende uitzending en ga ik in op de relevantie van deze uitzending voor Nederlandse institutionele beleggers.

Het ordertype *hide-not-slide*

In de uitzending van Tegenlicht van 4 november 2013 wordt ingegaan op de mogelijke situatie dat handelaren die gebruikmaken van een bepaald ordertype bevoorreed zouden worden wanneer zij handelen op bepaalde Amerikaanse handelsplatformen. Specifiek gaat het hierbij om het zogeheten *hide-not-slide* ordertype dat sinds het voorjaar van 2009 kan worden toegepast op het Amerikaanse handelsplatform Direct Edge¹.

Het ordertype speelt in op de Amerikaanse beursregel die vereist dat *pre-trade* transparante orders onder bepaalde omstandigheden herprijsd moeten worden en daarbij hun tijdsprioriteit in het orderboek verliezen. Dit herprijzen gebeurt normaal gesproken in de situatie wanneer men een kooporder inlegt op een Amerikaans handelsplatform waarvan de prijs hetzelfde is als de beste verkoopprijs op datzelfde of een ander Amerikaans handelsplatform, of vice versa. In dit geval is de bied- en laatprijs aan elkaar gelijk (de *spread* is nul). Een dergelijke order blokkeert de markt (*locked market*) omdat een kooporder niet kan worden uitgevoerd tegen precies dezelfde prijs als de beste verkoopprijs. Amerikaanse regelgeving verbiedt dit omdat dit mogelijkserwijs in strijd is met de eerlijke en ordelijke werking van de markt.

¹ http://www.thetradenews.com/news/Asset_Classes/Equities/Direct_Edge_launches_Hide_Not_Slide_order.aspx

Bij een geblokkeerde markt wordt de order die dit veroorzaakt herprijsd naar een prijsniveau dat één *tick* (dit is de minimale prijsbeweging van dat financieel instrument) verwijderd is van de betreffende beste prijs. Bij een kooporder betekent dit dat de prijs met een *tick* wordt verlaagd. Wanneer de beste prijs verandert en de verkooporder wordt uitgevoerd of als de verkooporder wordt geannuleerd, is er geen sprake meer van een geblokkeerde markt. Op dit moment krijgt de order zijn oorspronkelijke prijsniveau weer terug, maar verliest hierbij wel zijn oorspronkelijke tijdsprioriteit in het orderboek (*slide*) omdat de order een nieuwe tijdsindicatie (*time stamp*) krijgt.

Bij het voorgaande dient te worden opgemerkt dat het steeds gaat om de beste prijs (de *National Best Bid and Offer*, NBBO) op alle Amerikaanse handelsplatformen die deel uitmaken van het zogeheten National Market System (NMS). De beste koop- en de beste verkoopprijs hoeft dus niet op hetzelfde platform te worden aangeboden.

De werking van het *hide-not-slide* ordertype van het Direct Edge platform komt er, kort gezegd, op neer dat orders die een geblokkeerde markt teweeg zouden brengen, en waarvan men bij het inleggen van de orders heeft aangegeven dat deze alleen op dat platform mogen worden uitgevoerd, niet herprijsd worden en als gevolg daarvan hun prioriteit in het orderboek niet verliezen.² Dit is mogelijk door de betreffende order tijdelijk onzichtbaar (*hide*) te maken in het orderboek (de order wordt tijdelijk niet *pre-trade* transparant). Wanneer de situatie die zou leiden tot een geblokkeerde markt is opgeheven, wordt de order weer zichtbaar en kan deze met de oorspronkelijke tijdsprioriteit worden uitgevoerd.

Handelaren die van dit *hide-not-slide* ordertype gebruikmaken, kunnen een voordeel hebben ten opzichte van handelaren die dit niet doen in het geval dat beide handelaren orders hebben ingelegd die op hetzelfde prijspunt tot een geblokkeerde markt zouden hebben geleid. Vanuit de optiek van een handelaar die in deze situatie geen gebruik heeft gemaakt van de *hide-not-slide* order kan dit worden ervaren als «voordringen» in het orderboek. De handelaar die geen gebruik heeft gemaakt van de *hide-not-slide* order verliest immers zijn tijdsprioriteit op de handelaar die wel gebruik heeft gemaakt van dit ordertype wanneer de geblokkeerde markt wordt opgeheven.

Het gebruik van dit ordertype is niet beperkt tot een bepaalde groep gebruikers. In de praktijk is dit ordertype echter vooral interessant voor handelaren die gebruikmaken van algoritmehandel. Zij kunnen heel precies de theoretische waarde van een instrument berekenen en regelmatig orders inleggen die een geblokkeerde markt zouden kunnen veroorzaken. Dit kunnen overigens ook institutionele beleggers zijn die algoritmes gebruiken bij de orderuitvoering.

Ordertypes in Nederland en de EU

Zoals hierboven aangeduid, heeft de uitzending van Tegenlicht uitsluitend betrekking op een ordertype die is uitgegeven door het Amerikaanse handelsplatform Direct Edge en is deze situatie specifiek voor de Amerikaanse marktstructuur. Deze marktstructuur verschilt op diverse manieren van de Europese marktstructuur. Als gevolg van deze verschillen komt het soort ordertypen waarvan in de uitzending sprake is in Europa niet voor. Een reden hiervoor is onder andere dat de order-

² Zie voor gedetailleerde technische uitleg en voorbeelden van de werking van het ordertype deze presentatie van Direct Edge (onderdelen 38–43): <http://www.brainshark.com/DCS/vu?pi=zGwzPWcfUz3QRKz0>

boeken van Europese beurzen niet direct met elkaar verbonden zijn zoals in de VS. Daarnaast worden er in de Europese MiFID regels strenge eisen gesteld aan het borgen van het non-discretionaire karakter van orderuitvoering. Tot slot zijn uitzonderingen op de *pre-trade* transparantie in Europa geregeld door toepassing van de in MiFID gedefinieerde *pre-trade transparency waivers* en niet middels het introduceren van individuele ordertypes.

Als gevolg hiervan zijn er in Europa veel minder ordertypes in omloop dan in de VS, die bovendien veel minder «exotische» eigenschappen hebben. Ordertypes zoals de *hide-not-slide* order komen derhalve niet in Europa voor.

Het onderzoek van de Security and Exchange Commission (SEC)

Wat betreft de kwalificatie van de situatie die in de uitzending wordt belicht, dient te worden opgemerkt dat het *hide-not-slide* ordertype, net als andere nieuwe ordertypen die Amerikaanse handelsplatformen wensen aan te bieden, is voorgelegd aan de Amerikaanse beurstoezichthouder SEC en daarbij is getoetst aan de relevante Amerikaanse regelgeving.

De SEC doet op dit moment onderzoek naar het mogelijk bevoordelen van HFT-partijen door Amerikaanse beurzen. Of de gedragingen strafbaar zijn valt op dit moment niet te beantwoorden. Daarnaast is de SEC bezig de regelgeving die betrekking heeft op de aandelenmarkten te herzien of te heroverwegen en richt zij zich hierbij onder andere op de analyse van de (neven)effecten van verschillende ordertypes.³ De SEC doet tussentijds geen mededelingen over de voortgang van deze zaak.

Gevolgen voor Nederlandse institutionele beleggers

Handelaren die zich niet bewust zijn van het bestaan van een ordertype met een specifieke werking, maar die wel met de gevolgen van de werking ervan zijn geconfronteerd, kunnen nadeel hebben ondervonden ten opzichte van handelaren die deze ordertypes bewust zelf toepasten.

Amerikaanse beurzen beschrijven op hun websites de eigenschappen van alle ordertypes die op deze beurzen kunnen worden toegepast. Een complicerende factor voor Amerikaanse marktdeelnemers is hierbij echter dat er inmiddels zoveel ordertypes zijn ontstaan, dat dit het overzicht op de werking hiervan kan bemoeilijken. Zoals eerder aangegeven is de SEC bezig de regelgeving die betrekking heeft op de aandelenmarkten te herzien of te heroverwegen en richt zij zich hierbij onder andere op de analyse van de (neven)effecten van verschillende ordertypes.

Het is mij niet bekend of in dit specifieke geval Nederlandse institutionele beleggers benadeeld zijn. Hierover is geen informatie beschikbaar. In zijn algemeenheid kan ik echter wel opmerken dat de huidige elektronische handelsomgeving, waar men de keuze heeft tussen verschillende plaatsen van orderuitvoering, ook van professionele marktpartijen in Europa eist dat zij goed zicht hebben op de precieze werking en inrichting van de markt(micro)structuur. Voor institutionele beleggers betekent dit specifiek dat zij kritisch dienen te zijn op de keuze van hun broker en diens orderuitvoeringsbeleid, zodat zij zich ervan vergewissen dat hun orders op zodanige wijze worden uitgevoerd dat dit het meeste in hun voordeel is en onnodige marktimpact wordt voorkomen. Onderdeel hiervan is een adequate transactiekostenanalyse, die laat zien of orders op de juiste

³ <http://www.sec.gov/marketstructure/>

plaats, op het juiste moment, en tegen de juiste prijs zijn uitgevoerd. Mocht deze analyse aangeven dat dit niet het geval is, dan kan dit aanleiding zijn om (op basis van een kosten-batenafweging) een andere handelsstrategie of wijze van orderuitvoering te overwegen.

Ik zal het onderzoek van de SEC nauwgezet blijven volgen.

De Minister van Financiën,
J.R.V.A. Dijsselbloem