

Geautomatiseerde handel in Europa onder MiFID II

mr. G.A.M. Verwilt*

1. Inleiding

‘In the age of rapidly evolving computer technology, the trading of securities and commodities, which traditionally has occurred on exchanges and commodity markets, is now also done on electronic systems. The degree of automation varies from system to system. The speed and degree of automation is largely dependent on historical factors, such as the existence of a highly successful stock exchange and a highly organized securities industry. Automation is also dependent on the regulatory environment’ and on cultural differences.’

Aldus Jan de Bel in 1993.¹

‘The use of trading technology has evolved significantly in the past decade and is now extensively used by market participants. Many market participants now make use of algorithmic trading where a computer algorithm automatically determines aspects of an order with minimal or no human intervention. Risks arising from algorithmic trading should be regulated.’

Aldus het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie in 2014 in de overwegingen bij EU Richtlijn 2014/65/EU (hierna: MiFID II).²

Het doel van dit artikel is inzicht te geven in de nieuwe regels die door MiFID II worden geïntroduceerd met betrekking tot geautomatiseerde handel en in het bijzonder om inzicht te geven in de betrokken partijen en de op hun rustende (onderlinge) verplichtingen. Een uitputtende behandeling is gelet op de omvang van de regelgeving hier helaas niet mogelijk. Allereerst ga ik kort in op de achtergrond van de discussie over geautomatiseerde handel en de (nader) regulering daarvan. Vervolgens ga ik in op de voorgestelde regelgeving uit MiFID II.³ Dat de handel niet is beperkt tot een land of continent maar wereldwijd plaatsvindt mag bekend zijn. De Europese regelgeving kan dan ook niet geïsoleerd worden bekeken. Om inzicht te geven in de regelgeving in andere belangrijke financiële centra ga ik tenslotte kort in op de reeds in werking getreden regelgeving in Hong Kong en de (komende) regelgeving in de Verenigde Staten. In de discussies die worden gevoerd over geautomatiseerde handel worden de termen *high frequency trading* en *algorithmic trading* gebruikt en soms door elkaar. Ik gebruik in dit artikel de bredere term geautomatiseerde handel. De reden hiervoor is dat naar alle bij een transactie betrokken partijen moet worden gekeken.

2. Achtergrond

2.1 Algemeen

Zoals ook blijkt uit de hiervoor aangehaalde citaten is geautomatiseerde handel niet het gevolg van een revolutie maar van een evolutie. In essentie is geautomatiseerde handel hetzelfde als de beurshandel zoals die al jaren plaatsvindt maar dan op een technologisch geavanceerdere wijze.

Een van de bekendste vormen van de ontwikkeling van geautomatiseerde handel is de overgang van de handel op de beursvloer naar handel via de computer, aangeduid als schermhandel.⁴ Deze automatisering heeft zich doorgezet naar geautomatiseerde order aanmaak en uitvoer. Er heeft met andere woorden een fundamentele verschuiving plaatsgevonden van handel waarbij personen het actieve middelpunt vormden naar geautomatiseerde handel. De grote technologische ontwikkeling die heeft plaatsgevonden, en nog plaatsvindt, in combinatie met enkele incidenten die mede zijn veroorzaakt door geautomatiseerde processen is voor beleidsmakers wereldwijd de reden om geautomatiseerde handel aan meer toegespitste regulering te onderwerpen. Een van de bekendste incidenten is de zogenoemde *flash crash* van 6 mei 2010.^{5,6}

* Gijs Verwilt is werkzaam bij Transtrend B.V., hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1. Jan De Bel, ‘Automated Trading Systems and the Concept of an Exchange in an International Context Proprietary Systems: A Regulatory Headache’, 1993 U. Pa. J. Int’l Bus. L. Vol. 14:2. 1993. Herdruk: 14 J. Int’l L. 169 (2014).
2. Overweging 59 in Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast), L 173/430 12 juni 2014.
3. Ik ga zoveel mogelijk uit van de Engelse tekst van MiFID II. De ervaring leert dat in de praktijk de Engelse tekst van richtlijnen en verordeningen voor marktpartijen en toezichthouders leidend zijn (en de kwaliteit van de Nederlandse vertaling soms te wensen overlaat). Ook voor termen die in de praktijk gebruikt worden gebruik ik de Engelse term.
4. 6 december 2002 was bijvoorbeeld de laatste dag van de optiehandel op de vloer van Euronext Amsterdam.
5. Voor een analyse van deze gebeurtenis zie de rapporten van de CFTC en SEC: ‘Findings regarding the market events of May 6, 2010. Report of the staffs of the CFTC and SEC to the joint advisory committee on emerging regulatory issues’ en ‘Recommendations regarding regulatory responses to the market events of May 6, 2010. Summary report of the joint CFTC-SEC advisory committee on emerging regulatory issues’. Een tweede bekend incident betreft het incident bij Knight Capital Americas LLC op

De verschuiving naar geautomatiseerde handel brengt ook een grotere verbondenheid tussen alle betrokken partijen met zich mee. Partijen die gebruik maken van *algorithmic trading* handelen op een handelsplatform. Om toegang te krijgen tot een handelsplatform kan een dergelijke partij lid worden van het betreffende handelsplatform of een andere partij gebruiken om toegang te krijgen tot dit platform. De menselijke tussenkomst bij het initiëren en uitvoeren van orders is beperkter en in de plaats daarvan zijn de systemen van betrokken partijen op elkaar aangesloten. In iedere schakel in de keten van bij een transactie betrokken partijen zitten onderdelen die in meer of mindere mate geautomatiseerd (kunnen) zijn. Hoe dit werkt zal ik hierna toelichten. Hierbij mag niet worden vergeten dat alle systemen door mensen ontwikkeld en gebruikt worden. Het is belangrijk om de rol van, en verhouding tussen, iedere partij in de keten scherp voor ogen te hebben. Ieder schakel heeft immers zijn eigen specifieke functies, kenmerken en risico's. De (voorgestelde) regelgeving zoals hieronder besproken wordt is ook gericht op de diverse schakels en hun onderlinge relatie.

2.2 Algoritmen

Een algoritme is een serie instructies voor het uitvoeren van een berekening of proces. Een algoritme kan worden gebruikt om een beslissingsproces te automatiseren. *Algorithmic trading* betekent kort gezegd handelen (in financiële instrumenten) met behulp van of door middel van een of meer algoritmen. *Algorithmic trading* is niet beperkt tot een specifieke manier van handelen maar kent vele vormen. Van gestandaardiseerde tot zeer geavanceerde algoritmen. Zogenaemde executie algoritmen zijn bijvoorbeeld heel gebruikelijk bij het uitvoeren van grote orders. Omdat uitvoering van grote orders in een keer voor een grote impact op de koers zou kunnen zorgen wordt een algoritme gebruikt dat op basis van bepaalde parameters de order gespreid over een bepaalde periode uitvoert (bijvoorbeeld evenredig over een bepaalde periode of na rato van het aanwezige handelsvolume in de markt). Deze algoritmen worden vaak in een gestandaardiseerde vorm aangeboden door bijvoorbeeld brokers (beleggingsondernemingen die orders ontvangen en doorgeven of uitvoeren) die het mogelijk maken om door middel van hun system direct te handelen op een handelsplatform (aanbieders van *direct market access* zie paragraaf 5 hierna). *Algorithmic trading* is dan ook niet beperkt tot één soort onderneming maar wordt verschillende partijen gebruikt bijvoorbeeld door institutionele beleggers, partijen die handelen voor eigen rekening en hedge funds. *High frequency trading* is een vorm van *algorithmic trading* waarbij het kunnen handelen met zeer hoge snelheid (of met weinig vertraging) een kernelement van de handelstrategie vormt.⁷

2.3 MiFID II

Op Europees niveau is de evaluatie van MiFID I aangegeven om de regelgeving weer aan te laten sluiten bij de technologische ontwikkelingen die hebben plaatsgevonden en bestendig te maken voor ontwikkelingen die nog gaan komen.^{8,9}

De regels opgenomen in MiFID II met betrekking tot geautomatiseerde handel zijn voor een belangrijk deel overgenomen uit de ESMA Guidelines 'Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities' (hierna: ESMA Guidelines).¹⁰ Voor de meeste marktpartijen zouden de regels van MiFID II dan ook niet tot fundamentele wijzigingen

moeten leiden. De regels richten zich kort gezegd op drie terreinen: (i) de bedrijfsvoering van de partijen die gebruik maken van algoritmen (inclusief rapportage aan toezicht-houders), (ii) de robuustheid van de systemen van de handelsplatformen en de ordelijke handel en (iii) het voorkomen van marktmisbruik.¹¹ MiFID II spreekt beleggingsondernemingen en de handelsplatformen gezamenlijk aan om maatregelen te treffen om te voorkomen dat geautomatiseerde handel tot een onordelijke markt leidt.¹² Deze benadering waarin, terecht, wordt uitgegaan van de verbondenheid van de betrokken partijen komt ook terug in de gedetailleerde regelgeving.

Een verdere uitwerking van MiFID II zal plaatsvinden in gedelegeerde handelingen (bijv. uitvoeringsrichtlijnen of uitvoeringsverordeningen) en technische reguleringsnormen (de zogenoemde Regulatory Technical Standards (hierna: RTS)). Op 22 mei 2014 heeft ESMA een 'discussion paper' aan de markt voorgelegd (hierna: ESMA DP) waarin feedback wordt gevraagd op de mogelijke toekomstige RTS.¹³ De ESMA DP bevat de meer technische en complexe onderwerpen. Naar aanleiding van de op de ESMA DP ontvangen feedback zullen concept-RTS door ESMA worden opgesteld die nog ter consultatie aan de markt zullen worden voorgelegd. Het uitgangspunt is dat de RTS het minimum vormen

1 augustus 2012. Zie bijvoorbeeld Wallstreet Journal, 2 augustus 2012, 'Loss Swamps Trading Firm, Knight Capital Searches for Partner as Tab for Computer Glitch Hits \$440 Million' en SEC 'Release No. 70694 / October 16, 2013' inzake Knight Capital Americas LLC.

6. Lezenswaardig is de bundeling van diverse artikelen die is gepubliceerd door de Futures Industry Association (FIA): 'Debunking the Myths of High Frequency Trading - Opinions published in response to Michael Lewis' Flash Boys and recent comments made by NY Attorney General Eric Schneiderman', http://www.futuresindustry.org/ptg/downloads/Debunking_the_Myths_of_HFT.pdf.
7. Voor een algemene beschouwing van het fenomeen high frequency trading zie ook *Ondernemingsrecht* 2012, nr. 15: 'High frequency trading', prof. mr. R.H. Maatman, dr. P.B. Teeboom en B. Verschoor M.Sc.
8. Zie ook mr. F.F. Nagelkerke, 'Wat gaat MiFID II veranderen aan marktinfrastructuur?', *FR* 2014, nr. 5.
9. Zie bijvoorbeeld overweging 13 MiFID II en de Impact assessment bij MiFID II: Commission Staff Working Paper, 20 oktober 2011, SEC(2011) 1226 final, bijvoorbeeld p. 11. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/SEC_2011_1226_en.pdf.
10. ESMA/2012/122, 24 februari 2012. Zie ook het rapport van IOSCO: 'Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency'. Oktober 2011, FR90/11. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>.
11. Onder handelsplatformen worden verstaan (art. 4, eerste lid, onderdeel 24 MiFID II): gereguleerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten ('MTF') en de in MiFID II geïntroduceerde georganiseerde handelsfaciliteiten (hierna: OTF).
12. Overweging 64 MiFID II.
13. Discussion Paper MiFID II/MiFIR. 22 mei 2014, ESMA/2014/548. <http://www.esma.europa.eu/content/Discussion-Paper-MiFID-II-MiFIR>.

waar aan voldaan moet worden. Bij de naleving van de individuele eisen mag worden uitgegaan van een proportionele toepassing.¹⁴ Hoewel de ESMA Guidelines al in 2012 zijn gepubliceerd is het wel te verwachten dat toezichthouders met de invoering van MiFID II meer aandacht gaan besteden aan de invulling en naleving van de regels met betrekking tot geautomatiseerde handel.

Tegelijk met de ESMA DP heeft ESMA een *consultation paper* (hierna: ESMA CP) ter consultatie aan de markt voorgelegd waarin een voorstel wordt gedaan voor het advies aan de Europese Commissie op basis waarvan gedelegeerde handelingen zullen worden vastgesteld.¹⁵

MiFID II gebruikt niet de term geautomatiseerde handel maar hanteert met betrekking tot dit onderwerp drie kernbegrippen:

1. *algorithmic trading*;
2. *high frequency algorithmic trading technique*; en
3. *Direct electronic access*.

Figuur 1 geeft zeer schematisch weer welke partijen (mogelijk) betrokken zijn bij een transactie en hoe een transactie door de keten van betrokken partijen loopt. De rol van de genoemde partijen komt hierna aan de orde.

3. Algorithmic trading

3.1 Introductie en reikwijdte

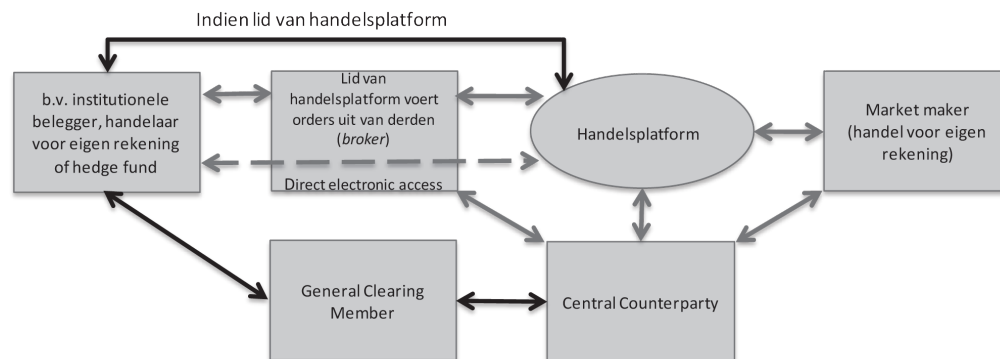
MiFID II definieert *algorithmic trading* (hierna: AT) als:

‘trading in financial instruments where a computer algorithm automatically determines individual parameters of orders such as whether to initiate the order, the timing, price or quantity of the order or how to

manage the order after its submission, *with limited or no human intervention*, and *does not include* any system that is only used for the purpose of routing orders to one or more trading venues or for the processing of orders involving no determination of any trading parameters or for the confirmation of orders or the post-trade processing of executed transactions’¹⁶ [cursivering GAMV]

Binnen een AT onderneming kunnen algoritmen voor verschillende doeleinden worden gebruikt, bijvoorbeeld het analyseren van data, bepalen van posities en de uiteindelijke uitvoering van orders. De definitie van AT lijkt zich te richten op de uitvoering van de orders door de AT onderneming maar laat ruimte voor een bredere interpretatie. In de ESMA DP geeft ESMA een mogelijke definitie van het begrip handelssysteem waarin de nadruk ligt op de uitvoering van orders.^{17, 18} Het hiervoor benoemde ‘probleem’ dat ten grondslag ligt aan de nieuwe regelgeving bevindt zich ook op het niveau van de uitvoering van de orders. Hierbij moet wel worden bedacht dat de uitvoering niet altijd los kan worden gezien van andere onderdelen van het handelsproces, in het bijzonder als er sprake is van ‘*limited or no human intervention*’ tussen de verschillende onderdelen.

De belangrijkste regels met betrekking tot AT zijn neergelegd in art. 17 MiFID II. Op het eerste gezicht ziet dit artikel alleen op beleggingsondernemingen. Art. 1, derde lid MiFID II bepaalt echter dat art. 17 MiFID II ook van toepassing is op een kredietinstelling die beleggingsdiensten verleent of beleggingsactiviteiten verricht.¹⁹ Art. 1, vijfde lid MiFID II bepaalt dat art. 17 MiFID II ook geldt voor bepaalde leden van



Figuur 1

14. ESMA DP, Hoofdstuk 4.1, paragraaf 32 met betrekking tot handelsplatformen en paragraaf 43 met betrekking tot beleggingsondernemingen.
15. Consultation Paper MiFID II/MiFID. 22 mei 2014, ESMA/2014/549. <http://www.esma.europa.eu/content/Consultation-Paper-MiFID-II-MiFIR>.
16. Art. 4 MiFID II.
17. ESMA stelt voor om uit te gaan van de volgende definitie van handelssysteem (*trading system*) waar de focus op de uitvoering van orders lijkt te liggen: ‘*trading system*’ should be defined as the hardware, software and associated communication lines used by: i. trading venues, ii. members or participants of trading venues including those

falling under Article 1(5) of MIFID II to perform their activity; and iii. any type of execution systems or order management systems operated by trading venues or investment firms, including matching algorithms.’

18. ESMA DP, Hoofdstuk 4.1, paragraaf 1 t/m 10.
19. De beheerder van een beleggingsinstelling die ook beleggingsdiensten mag verlenen zal zich met betrekking tot deze beleggingsdiensten ook aan MiFID II en dus de eisen van art. 17 MiFID II moeten houden. In de samenloop tussen MiFID II en de AIFMD (EU Richtlijn 2011/61/EG) lijkt wel een weeffout te zitten met betrekking tot artikelen die op grond van de AIFMD van toepassing zijn op deze beleggingsdiensten (art. 6, vierde lid AIFMD).

gereguleerde markten of multilaterale handelsfaciliteiten waar MiFID II niet op van toepassing is.²⁰ Het gaat hier onder andere om (i) (her)verzekeringsmaatschappijen en (ii) (beheerders en bewaarders van) beleggingsinstellingen en pensioenfondsen.²¹ Opmerkelijk is dat deze uitzondering alleen geldt als de genoemde partijen lid zijn van een handelsplatform. Indirect worden veel van de AT eisen wel weer opgelegd aan deze partijen indien zij gebruik maken van *direct electronic access* (zie paragraaf 5 hierna).²²

3.2 Eisen aan AT

Een onderneming die zich bezig houdt met AT dient te beschikken over een interne beheersing die kort gezegd garandeert dat de handelssystemen:²³

- weerbaar zijn;
- voldoende capaciteit hebben;
- aan gepaste handelsdrempels en -limieten onderworpen zijn; en
- voorkomen dat foutieve orders worden verzonden of dat de systemen anderszins op zodanige wijze functioneren dat zulks tot het ontstaan van een onordelijke markt kan leiden of bijdragen; en
- niet kunnen worden aangewend in strijd met de Verordening (EU) nr. 596/2014 (Verordening Markt-misbruik) of met de regels van een handelsplatform waarmee zij is verbonden.²⁴

Om te kunnen beoordelen of aan de hiervoor opgenomen eisen met betrekking tot de interne beheersing is voldaan kan de verantwoordelijke toezichthouder de AT onderneming verplichten een beschrijving te verstrekken van de aard van de algoritme strategieën, informatie over de gebruikte parameters of -limieten, de belangrijkste compliance- en risicocontroles die zijn opgezet en informatie over het testen van de systemen. Op verzoek van de toezichthouder van de lidstaat van herkomst van het handelsplatform waar de AT onderneming actief is zal deze informatie vervolgens ook worden gedeeld met die toezichthouder. Deze algemene eis zal in de praktijk voor de nodige discussie kunnen gaan zorgen. Hoewel het afhangt van de betreffende onderneming en de precieze activiteiten die deze onderneming verricht, en dus van de gebruikte algoritmen, zal een onderneming gelet op de commerciële belangen terughoudend zijn met het verstrekken van zeer gedetailleerde informatie over de algoritmen. De vraag is welke informatie een toezichthouder redelijkerwijs nodig heeft om te kunnen beoordelen of aan de hiervoor opgenomen algemene eisen is voldaan.

In de ESMA DP komt de mogelijke technische uitwerking van de hiervoor beschreven algemene regels aan bod. De in de ESMA DP voorgestelde technische uitwerking zien op de volgende onderdelen:

- organisatorische eisen, ondersteund door een uitgebreid self-assessment;²⁵
- testen van de algoritmen;²⁶
- *real time* monitoren en review van de algoritmen;²⁷
- beveiliging van de IT en in het bijzonder de handelssystemen;²⁸
- *pre en post trade controls*;
 - *Pre trade* controles die voor de uitvoering van een order moeten worden uitgevoerd om grote fouten of het op hol slaan van systemen te voorkomen. De ESMA DP geeft een aantal soorten limieten die minimaal moeten worden gehanteerd, bijvoorbeeld limieten die de maximale

order waarde en volume beperken, bandbreedtes (*price-collar*) met betrekking tot de prijs waar een order aan moet voldoen, beveiligingen die er voor moeten zorgen dat een executiestrategie niet onbeperkt kan doorgaan met het uitvoeren van orders en een zogenoemde ‘*kill button*’ die het hele handelssysteem stil legt en alle ingelege orders annuleert;²⁹

- *Post trade* controles zien bijvoorbeeld op reconciliatie van de eigen gegevens met die ontvangen van andere betrokken partijen.³⁰
- vastlegging en bewaren van gegevens die toezicht op de naleving van alle regels mogelijk maakt, variërend van informatie uit de testfase tot een uitleg van de werking van ieder algoritme en vastlegging van alle aanpassingen;³¹
- tegengaan van marktmisbruik en in het bijzonder marktmanipulatie. ESMA stelt voor dat een beleggingsonderneming die gebruik maken van AT het gedrag van personen en algoritmen actief monitort.³²

20. Opmerkelijk genoeg ontbreekt hier de OTF.

21. Art. 2, eerste lid, onderdeel a, e, i of j MiFID II. MiFID II gebruikt de term ‘leden of participanten’. Overweging 16 MiFID II maakt duidelijk hoe deze term moet worden begrepen:

‘Persons having access to regulated markets or MTFs are referred to as members or participants. Both terms may be used interchangeably. Those terms do not include users who only access the trading venues via direct electronic access.’

22. Er heerst momenteel onzekerheid over hoe lidstaten om zullen gaan met partijen die buiten de EU zijn gevestigd. Bijvoorbeeld de huidige Duitse wetgeving met betrekking tot *high frequency trading* en *algorithmic trading* bepaalt (kort gezegd) dat niet in de EU gevestigde partijen die gebruik maken van *high frequency trading* en *algorithmic trading* in Duitsland vergunningplichtig zijn en in Duitsland een dochtervennootschap of bijkantoor moeten openen: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/FAQ/dl_faq_hft_en.pdf?__blob=publicationFile.

23. In MiFID II, de ESMA DP en ESMA CP komen vaak de termen *systems and controls* en *risk controls* en varianten daarop. Ik gebruik hier de term interne beheersing zoals die ook gebruikt in de Nederlandstalige versie van MiFID II.

24. Art. 17, eerste lid MiFID II.

25. ESMA DP, Hoofdstuk 4.1, paragraaf 38 t/m 51. Opmerkelijk is dat er geen eisen worden gesteld aan de opleiding en kennis van medewerkers van de AT onderneming.

26. Art. 17, eerste lid MiFID II en ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 1 t/m 23.

27. ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 1 t/m 23.

28. ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 42 t/m 55.

29. ESMA DP, Hoofdstuk 4.2 paragraaf 56 t/m 67. Gelet op de grote variëteit en complexiteit van handelssystemen is een *principle based* benadering waarschijnlijk effectiever.

30. ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 24 t/m 41.

31. Zie de ESMA DP, Hoofdstuk 4.2 paragraaf 68 t/m 73 en Hoofdstuk 8.4, paragraaf 1 t/m 15. ESMA sluit hierbij aan bij art. 25 Verordening Markt-misbruik. Zie ook art. 6, zesde lid MiFID II voor de algemene bewaarplicht.

32. ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 74 t/m 85. ESMA sluit hierbij aan bij art. 16, tweede lid Verordening Markt-misbruik. Zie ook de ‘ESMA Consultation Paper Draft

Als onderdeel van de organisatorische eisen introduceert ESMA een interessant toezichtinstrument: het *self assessment*. De naam *self assessment* is enigszins misleidend. De op het eerste gezicht algemene eis wordt door ESMA uitgewerkt in een gedetailleerde lijst met onderwerpen die de AT onderneming moet adresseren in de interne beheersing.

3.3 Market makers

Market makers spelen een belangrijke rol op handelsplatformen omdat zij door het (continue) afgeven van bied en laat prijzen de markt in een financieel instrument in stand houden. MiFID II hanteert de begrippen *market maker* en *market making strategy*. Beleggingsondernemingen die met behulp van AT een *market making strategy* uitvoeren worden verplicht om, rekening houdend met de aanwezige liquiditeit, de schaal en aard van het betreffende handelsplatform en de specifieke kenmerken van het verhandelde financiële instrument haar activiteiten doorlopend te blijven verrichten gedurende een gespecificeerd deel van de handelstijden van het handelsplatform. De achterliggende reden voor deze eis is dat de handel wordt gewaarborgd in slechte marktomstandigheden (partijen kunnen zich niet terugtrekken) en bij ingrijpen door het handelsplatform (zie paragraaf 7 hierna). Van een *market making strategy* is sprake als een beleggingsonderneming als lid van één of meer handelsplatformen handelt voor eigen rekening en daarbij met behulp van AT gelijktijdig vaste bied- en laatkoersen van een vergelijkbare omvang en tegen concurrerende prijzen voor één of meer financiële instrumenten afgeeft, met als resultaat dat de gehele markt op regelmatige en frequente basis van liquiditeit wordt voorzien.^{33,34}

Het verplicht afgeven van prijzen brengt uiteraard risico's met zich mee voor de betreffende beleggingsonderneming. Alleen in uitzonderlijke omstandigheden geldt de verplichting om prijzen af te geven niet. De ESMA DP noemt als voorbeelden waarin sprake is van uitzonderlijke omstandigheden (i) technische problemen met betrekking tot de data-systemen (of andere cruciale systemen) die de market maker nodig heeft om de prijzen af te geven en (ii) interne risk management problemen. Of er uitzonderingen mogelijk zijn in het geval van bijzondere marktomstandigheden is nog onderwerp van discussie.³⁵

4. High frequency algorithmic trading technique

4.1 Introductie

Een *high frequency algorithmic trading technique* (hierna: HFT) is gedefinieerd als:

- ‘an algorithmic trading technique characterised by:
- (a) infrastructure intended to minimise network and other types of latencies, including *at least one* of the following facilities for algorithmic order entry: co-location, proximity hosting or high-speed direct electronic access;
 - (b) system-determination of order initiation, generation, routing or execution without human intervention for individual trades or orders; *and*
 - (c) high message intraday rates which constitute orders, quotes or cancellations;³⁷
- [cursivering GAMV]

Uit de definitie volgt duidelijk dat HFT een subvariant is van AT. In de ESMA CP bespreekt ESMA enkele mogelijke invullingen van de in de definitie van HFT gebruikte begrippen. Deze laat ik hier verder buiten beschouwing.³⁸

4.2 Vergunningplicht

Net als onder MiFID I zijn enkele specifieke partijen die handelen voor eigen rekening uitgezonderd van MiFID II.³⁹ De uitzondering is voor deze partijen echter niet van toepassing indien gebruik wordt gemaakt van HFT. Deze partijen zullen dan alsnog een vergunning moeten aanvragen als beleggingsonderneming (voor de beleggingsdienst handelen voor eigen rekening).

4.3 Inhoudelijke vereisten

Naast de hiervoor beschreven eisen met betrekking tot AT moet de beleggingsonderneming die gebruik maakt van HFT gegevens van al haar geplaatste orders bewaren, met inbegrip van annuleringen van orders, uitgevoerde orders en prijsopgaven op handelsplatformen.⁴⁰

5. Direct electronic access

5.1 Introductie

Direct electronic access (hierna: DEA) is gedefinieerd als:

‘an arrangement where a member or participant or client of a trading venue permits a person to use its trading code so the person can electronically transmit orders relating to a financial instrument directly to the trading venue and includes arrangements which involve the use by a person of the infrastructure of the member or participant or client, or any connecting system provided by the member or participant or client, to transmit the orders (direct market access) and arrangements where such an infrastructure is not used by a person (sponsored access).⁴¹

Bij DEA maakt een partij gebruik van het lidmaatschap van een handelsplatform van een andere partij (zie figuur 1). DEA staat in beginsel los van AT en HFT. Het gaat immers alleen om een manier waarop toegang wordt gekregen tot een handelsplatform. DEA wordt dan ook gebruikt door een breed scala aan marktpartijen. In de praktijk zullen AT on-

technical standards on the Market Abuse Regulation’, ESMA/2014/809, 15 juli 2014, onder ‘V. Suspicious transaction and order reporting’, in het bijzonder paragraaf 193 t/m 198. De is eenvoudiger gezegd dan gedaan. In de praktijk zal het bijzonder lastig zijn om dit te monitoren.

33. MiFID II heeft het over een ‘een beleggingsonderneming die zich bezig houdt met algoritmische handel ter uitvoering van een market-makingstrategie’, art. 17, vierde lid MiFID II.
34. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.4, paragraaf 6 t/m 11 voor een beschrijving van wanneer sprake is van een market making strategy.
35. Art. 17, derde lid MiFID II. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.4, paragraaf 38 t/m 42.
37. Art. 4 MiFID II.
38. ESMA CP, Hoofdstuk 5.1, paragraaf 1 t/m 24.
39. Art. 2, eerste lid, onderdeel d en j MiFID II.
40. Art. 17, tweede lid MiFID II.
41. Art. 4 MiFID II

ondernemingen vaak gebruik maken van DEA. Partijen die gebruik maken van HFT zullen vaak zelf lid zijn van een handelsplatform omdat dit zorgt voor minder vertraging. Een DEA aanbieder kan zelf ook een AT onderneming zijn omdat algoritmen ter beschikking worden gesteld aan cliënten.⁴²

De situatie waarin naast het lidmaatschap ook van de technische infrastructuur gebruik gemaakt wordt, wordt aangeduid als *direct market access* (hierna: DMA). Als alleen gebruik wordt gemaakt van het lidmaatschap is er sprake van *sponsored access* (hierna: SA). In de praktijk is het onderscheid beperkter dan hiervoor geschetst omdat zogenoemde *naked sponsored access* waarbij er geen enkel gebruik wordt gemaakt van de systemen van de DEA aanbieder in Europa niet is toegestaan gelet op de eisen die worden gesteld aan de DEA aanbieder (zie paragraaf 5.2 hierna).⁴³ In de ESMA CP maakt ESMA de nuance dat er geen sprake is van DEA ‘as long as the electronic access to the market is shared with other clients through a common connectivity channel, no specific capacity and latency is provided to any particular client (e.g. web based applications)’.⁴⁴ Europese handelsplatformen (zie paragraaf 7 hierna) mogen DEA alleen toestaan als het betreffende lid dat DEA aanbiedt een vergunning als beleggingsonderneming of kredietinstelling heeft.⁴⁵

5.2 Inhoudelijke vereisten

De beleggingsonderneming die DEA aanbiedt moet onder andere:

- de geschiktheid van cliënten die van de dienst gebruikmaken toetsen;
- passende risicocontroles voor en na de inleg van orders op een handelsplatform (*pre-trade* respectievelijk *post-trade controls*) instellen om te voorkomen dat de handel door middel van de DEA risico's met zich meebrengt voor de beleggingsonderneming die DEA aanbiedt zelf of die kunnen leiden tot een onordelijke markt, of die in strijd is met de Verordening Markt-misbruik of de regels van het handelsplatform;^{46,47}
- passende handels- en kredietlimieten vaststellen;⁴⁸
- waarborgen dat de cliënten zich houden aan de eisen van MiFID II en de regels van de betreffende handelsplatformen.⁴⁹ Met betrekking tot de interne beheersing stelt de DEA aanbieder dezelfde eisen aan zijn cliënt als waar de cliënt zelf aan had moeten voldoen als deze lid van het handelsplatform was geworden waar hij via DEA toegang tot heeft;⁵⁰
- de handel van de cliënten die gebruikmaken van DEA controleren.⁵¹

Volgens de ESMA DP betekent de beoordeling van ‘geschiktheid’ een uitgebreid due diligence.⁵² Onderdelen die in het due diligence aan bod kunnen komen zijn o.a. cliënt identificatie, de governance structuur, training aan medewerkers, de interne beheersing en verdeling van interne bevoegdheden. Uitgaande van de ESMA DP moet de DEA aanbieder niet alleen eenmalig maar periodiek de toereikendheid van interne beheersing (*systems and controls*) van de cliënt beoordelen.⁵³ Bij het due diligence moeten ook de algoritmen die de cliënt gebruikt worden meegenomen waaronder het gebruik van de algoritmen die aan de cliënt ter beschikking zijn gesteld door de DEA aanbieder. Het verstrekken van details van de gebruikte algoritmen gaat ver:

‘95. When analysing algorithms provided by the client, the investment firm should, in addition to the source code and the functioning of the algorithm, also take into account the client’s process to develop (including outsourcing) or purchase the algorithms.’

Gelet op de ruime definitie van DEA en de eisen die op het niveau van de DEA aanbieder en het handelsplatform (zie paragraaf 7 hierna) worden gesteld lijkt de enige mogelijkheid voor AT partijen om het verstrekken van details over de algoritmen te voorkomen zelf lid worden van een handelsplatform.

Het is nog niet duidelijk hoe ver de verantwoordelijkheid van de DEA aanbieder precies gaat (en of er ook een aansprakelijkheid uit volgt). Het is niet redelijk om een DEA aanbieder voor iedere gedraging van een cliënt verantwoordelijk te houden.⁵⁴

5.3 General clearing member

Een clearinginstelling neemt als aangesloten instelling bij een centrale tegenpartij (*central counterparty*, hierna: CCP) een heel belangrijke rol in bij het afwickelen van transacties in financiële instrumenten. Een clearinginstelling die voor derden clearingactiviteiten verricht wordt door MiFID II aangeduid als *general clearing member* (hierna: GCM).⁵⁵ De

42. Bijvoorbeeld de in paragraaf 2.2 besproken executie algoritmen.

43. Zie EMSA Guidelines, art. 17, vijfde lid MiFID II en art. 48, twaalfde lid, onderdeel d MiFID II.

44. ESMA CP, Hoofdstuk 5.2, paragraaf 1 t/m 9.

45. Een partij (bijvoorbeeld een AT onderneming) die nu geen vergunning als beleggingsonderneming heeft omdat gebruik kan worden gemaakt van de uitzondering voor handelen voor eigen rekening moet onder MiFID II wel een vergunning gaan aanvragen als deze partij toegang heeft tot een handelsplatform door middel van DEA. Zie de nieuwe uitzondering in art. 2, eerste lid, onderdeel d MiFID II. De huidige uitzondering is opgenomen in art. 2, eerste, onderdeel d MiFID I en in art. 1:18, onderdeel h Wft.

46. Zogenoemde *post trade controls* moeten real time plaatsvinden. ESMA DP, Hoofdstuk 4.1, paragraaf 20.

47. Zie de ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, Paragraaf 98 t/m 108. ‘108. However, in each of these circumstances the DEA provider remains as the sole individual responsible for the effectiveness of the controls and is responsible for setting the key parameters. In cases where outsourcing of key functions takes place, all existing organisational requirements in outsourcing apply.’

48. Dit is bijvoorbeeld van belang indien de DEA aanbieder een financieel risico loopt door het handelen van zijn cliënt.

49. Art. 17, vijfde lid MiFID II.

50. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 97.

51. Om alle activiteiten te monitoren zullen activiteiten van cliënten, hun medewerkers en de algoritmen waar mee wordt gewerkt apart geïdentificeerd kunnen worden. Zie ook de ESMA DP Hoofdstuk 4.2, Paragraaf 109 t/m 114.

52. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 86 t/m 97. Het due diligence moet periodiek herbeoordeeld worden.

53. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 96.

54. Zie over de verantwoordelijkheden van de DEA aanbieder Overweging 66 MiFID II en art. 17, vijfde lid MiFID II.

55. Art. 17, zesde lid MiFID II. In de praktijk wordt een *general clearing member* ook wel aangeduid als *clearing broker*.

GCM neemt belangrijke risico's op zich. Zo zal een GCM de zogenoemde *margin calls* ontvangen van de CCP. Gelet op de belangrijke positie die de GCM inneemt in de hele transactieketen stelt MiFID II ook eisen aan de GCM, zowel aan de GCM zelf als eisen waar de GCM zich aan moet houden met betrekking tot zijn cliënt.⁵⁶ De invulling van deze algemene eisen is uitgewerkt in de ESMA DP en lijken sterk op de eisen die worden gesteld aan DEA aanbieders maar dan uiteraard gericht op de rol van de GCM.⁵⁷ De inhoudelijke controle op door de cliënt gebruikte algoritmen ontbreekt hier. Zoals hiervoor opgemerkt kan een partij die gebruik maakt van AT er ook voor kiezen om zelf lid te worden van een handelsplatform. Deze partij zal geen lid zijn van een CCP en daarom voor de clearing afhankelijk zijn van een GCM.

6. Handelsplatformen

6.1 Introductie

Het uitgangspunt van MiFID II is het waarborgen van de stabiliteit en continuïteit van de handelsplatformen en de ordelijke handel die op de handelsplatformen plaatsvindt.⁵⁸ Aansluitend bij de hiervoor besproken regels, bevatten MiFID II en de ESMA DP eisen die gelden op het niveau van de laatste schakel in de keten zoals weergegeven in figuur 1: de handelsplatformen waar de orders worden uitgevoerd. Uit de regels die aan de handelsplatformen worden opgelegd blijkt ook weer de onderlinge verbondenheid van de betrokken partijen. De kernbepaling is art. 48 MiFID II. Hoewel dit artikel spreekt over gereglementeerde markten gelden deze regels ook voor de MTF en OTF.⁵⁹

6.2 Eisen aan handelsplatformen

Algemeen

Als algemene eis geldt dat een handelsplatform er voor dient te zorgen dat zijn handelssystemen weerbaar zijn, voldoende capaciteit hebben om volumepieken in orders te op te vangen, een ordelijke handel onder zeer gespannen marktomstandigheden waarborgen en de continuïteit van de bedrijfsvoering is gewaarborgd.⁶⁰ Veel van de voorgestelde eisen zijn in de praktijk al gebruikelijk. Een handelsplatform moet *pre-trade* limieten en controles instellen en deze ook opleggen aan haar leden.⁶¹ In specifieke omstandigheden of als bepaalde limieten worden bereikt moet het handelsplatform de handel stil kunnen leggen, orders weigeren, annuleren of corrigeren.⁶² Net als partijen die gebruik maken van AT moet een handelsplatform volgens de ESMA DP een uitgebreid self assessment uitvoeren om te beoordelen of en hoe aan de organisatorische vereisten die voortvloeien uit de algemene regel is voldaan.⁶³

AT en HFT

Aansluitend op de hiervoor besproken algemene eis moet een handelsplatform zich aan aanvullende eisen houden als leden gebruik maken van AT. Volgens de ESMA DP moet het handelsplatform (net als een DEA aanbieder) allereerst een due diligence uitvoeren bij haar leden die gebruik maken van AT. Dit due diligence moet jaarlijks herbeoordeeld worden. Het due diligence zoals voorgesteld door ESMA sluit aan bij de hiervoor besproken eisen die aan AT worden gesteld. Het handelsplatform zal standaarden moeten opstellen met betrekking tot de vereiste kennis en training van medewerkers bij het (potentiële) lid en technische vereis-

ten (o.a. *pre en post trade controls*, testen van algoritmen en waarborgen aan de continuïteit van de onderneming).⁶⁴ Om onordelijke handelomstandigheden als gevolg van AT en HFT te voorkomen moet een handelsplatform onder andere:

- leden die gebruik maken van AT verplichten de algoritmen te testen;
- beperkingen kunnen stellen aan de verhouding tussen het aantal ingelegde orders en niet uitgevoerde orders (*order-to-transaction ratio*);⁶⁵
- de minimale prijsinterval van een financieel instrument (*tick-size*) op de markt kunnen beperken en handhaven;⁶⁶
- de orderstroom af kunnen remmen indien het risico bestaat dat de systeemcapaciteit wordt bereikt;
- hogere kosten in rekening kunnen brengen indien er veel orders worden ingelegd die vervolgens worden geannuleerd (*cancel-to-trade ratio*)
- kunnen aangeven welke orders het resultaat zijn van AT, welke algoritmen voor de totstandkoming van de orders zijn gebruikt en welke personen de orders hebben geïnitieerd.⁶⁷

Specifiek met het oog op HFT moeten handelsplatformen hun vergoedingen, zowel in rekening gebrachte kosten maar ook betaalde vergoedingen, openbaar maken en waarborgen dat er geen prikkel vanuit gaat om orders te plaatsen, te wijzigen of te annuleren of transacties uit te voeren die bijdraagt tot onordelijke handelomstandigheden of marktmissbruik. In ruil voor eventueel toegestane kortingen moet een

56. Nederland kent sinds 1 januari 2007 een vergunningplicht voor clearinginstellingen (zie art. 2:4 Wft). In de huidige doorlopende verplichtingen worden onderdelen uit MiFID II reeds gedekt; zie bijvoorbeeld art. 3:17 Wft en art. 23 Besluit prudentiële regels Wft met betrekking tot risicomanagement.

57. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 116 t/m 134.

58. Zie bijvoorbeeld de algemene eis zoals neergelegd in art. 48, eerste lid MiFID II.

59. Art. 18, vijfde lid MiFID II.

60. Art. 48, eerste lid MiFID II. Zie ook de ESMA DP, Hoofdstuk 4.3, paragraaf 1 t/m 33.

61. Art. 48, vierde en zevende lid MiFID II. Zie ook ESMA DP, Hoofdstuk 4.3, paragrafen 45 t/m 49 (in het bijzonder paragraaf 48) en met betrekking tot DEA 55 t/m 68 (in het bijzonder paragraaf 65).

62. Art. 48, vierde en vijfde lid MiFID II. In de ESMA DP gaat ESMA in detail in op het monitoren van de handelssystemen. Zie ESMA DP Hoofdstuk 4.3, p. 242.

63. ESPA DP, Hoofdstuk 4.1, paragraaf 29 t/m 37. Ook hier geldt dat de self assessment en de daarmee samenhangende implementatie van eisen in de organisatie gecontroleerd moet worden door de interne audit dienst of een externe auditor.

64. ESMA DP, Hoofdstuk 4.3, paragraaf 1 t/m 7.

65. Art. 48, zesde lid MiFID II. Zie ESMA DP, Hoofdstuk 4.5, paragraaf 1 t/m 22.

66. Art. 48, zesde lid MiFID II. De tick size is de minimale prijsinterval waarmee de koers van een beursgenoteerd financieel instrument kan bewegen.

67. Art. 48, tiende lid MiFID II. Deze informatie moet op verzoek ook worden gedeeld met de bevoegde toezichthouders.

handelsplatform market making verplichtingen opleggen (zie hiervoor onder 3.c).⁶⁸

DEA

Hiervoor zijn de regels aan bod gekomen die direct zijn gericht op de DEA aanbieder. In aansluiting op deze regels gelden er ook op het niveau van de handelsplatformen extra vereisten met betrekking tot leden die DEA aanbieden. Zoals hiervoor al opgemerkt mag een handelsplatform DEA alleen toestaan als aan het lid dat DEA aanbiedt een vergunning als beleggingsonderneming of kredietinstelling is verleend. Daarnaast moet het handelsplatform eisen stellen aan de geschiktheid van de personen van de partij aan wie door het lid DEA wordt aangeboden.^{69, 70} De DEA aanbieder blijft wat de voorschriften van MiFID II betreft verantwoordelijk voor de orders en handelstransacties die met gebruikmaking van DEA zijn uitgevoerd.

De ESMA DP sluit aan bij de ESMA Guidelines en stelt vergaande regels voor die zien op het toestaan van het aanbieden van DEA en het doorlopende toezicht (*pre en post trade*) op deze partijen door handelsplatformen.⁷¹

De verantwoordelijkheid van een handelsplatform ziet volgens de ESMA DP niet alleen op het monitoren van de orders die via DEA worden uitgevoerd en het kunnen stoppen van individuele orders maar beslaat ook het, indien nodig, uitvoeren van een onderzoek op onderdelen van de interne beheersing van de DEA aanbieder (de controles die de DEA aanbieder hanteert).⁷²

7. Verenigde Staten

De twee belangrijkste toezichthouders die in de Verenigde State op federaal niveau verantwoordelijk zijn voor de regulering van en het toezicht op geautomatiseerde handel zijn de Commodity Futures Trading Commission (hierna: CFTC) en de Securities and Exchange Commission (hierna: SEC). Kort gezegd is de CFTC verantwoordelijk voor de handel en dienstverlening met betrekking tot futures en opties en de SEC met betrekking tot aandelen, obligaties en beleggingsfondsen. Na aanvankelijk gezamenlijk onderzoek te hebben verricht naar de zogenoemde flashcrash van 6 mei 2010 werken beide toezichthouders (individueel) aan regelgeving die ziet op de geautomatiseerde handel. Hoewel gefragmenteerd, is de benadering van de CFTC en SEC vergelijkbaar met die van MiFID II en de ESMA DP. Het gaat te ver om in detail op de (toekomstige) regels in te gaan en ik beperk mij hier tot een beknopt overzicht. Op 12 september 2013 heeft de CFTC de 'Concept Release on Risk Controls and System Safeguards for Automated Trading Environments' (hierna: CR) gepubliceerd waarin de onderwerpen vergelijkbaar met MiFID II en de ESMA DP worden besproken en wordt gevraagd om input vanuit de markt.⁷³ Een belangrijk verschil met MiFID II en de ESMA DP is dat de focus ligt op de interne beheersing, (*pre en post trade*) controles en orderlijke markt en slechts beperkt op marktmisbruik. De CR richt zich ook op 'automated trading systems' in de breedste zin.⁷⁴ Naar aanleiding van de recente discussie over mogelijke oneerlijke (of misschien beter gezegd onwenselijk) gedragingen van HFT partijen is de CFTC hier een onderzoek naar gestart.

De SEC heeft op 3 november 2010 regels uitgevaardigd met betrekking tot DEA die vergelijkbaar zijn (maar minder vergaand) met die opgenomen in MiFID II en de ESMA DP waarbij *naked sponsored access* is verboden en er ei-

sen worden gesteld aan de interne beheersing en in te stellen limieten.⁷⁵ Vergelijkbaar met de CFTC heeft de SEC op 8 maart 2013 de (uitgebreide) concept 'Regulation Systems Compliance and Integrity' (hierna: Reg SCI) gepubliceerd waarin ook om input van marktpartijen wordt gevraagd. De Reg SCI richt zich (o.a.) op de capaciteit, kwaliteit en integriteit van de systemen van handelsplatformen en specifieke partijen die gebruik maken van geautomatiseerde handel en niet op (bijvoorbeeld) voorgeschreven *pre en post trade controls* zoals de CR en MiFID II. Reg SCI stelt bijvoorbeeld eisen aan het ontwikkelen, testen, onderhouden en het toezicht op cruciale systemen.⁷⁶ Wel moet de SEC toegang worden gegeven tot de betreffende systemen om aan te tonen dat voldaan wordt aan Reg SCI. Interessant is dat de SEC probeert real time inzicht te krijgen in de markt en daarmee de handel van AT en HFT door over dezelfde informatie te beschikken via hun 'Market Information Data Analytics System' (hierna: MIDAS) en door (zoals ook voorgesteld in MiFID II) inzicht te vragen in de code van gebruikte algoritmen.⁷⁷

8. Hong Kong

Met ingang van 1 januari 2014 zijn in Hong Kong de door de Securities and Futures Commission (hierna: SFC) uitgevaardigde regels met betrekking tot AT en DEA in werking getreden (hierna: Code of Conduct).⁷⁸ De regels van de SFC zijn meer *principle based* (en daarmee toegankelijker) dan die van MiFID II maar in essentie vergelijkbaar. Met betrek-

68. Art. 48, negende lid MiFID II. Opmerkelijk is dat de verplichting met betrekking tot market making alleen ziet op aandelen en niet op andere financiële instrumenten.

69. Art. 48, zevende lid MiFID II.

70. Zie hiervoor bij de bespreking van DEA paragraaf 5. Op deze manier worden de besproken eisen aan de geschiktheidstoetsing ook via de contractuele relatie door het handelsplatform aan het lid opgelegd.

71. ESMA DP, Hoofdstuk 4.2, paragraaf 98 t/m 115.

72. ESMA DP, Hoofdstuk 4.3, paragraaf 55 t/m 68.

73. Federal Register, Vol. 78, No. 177. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2013-09-12/pdf/FR-2013-09-12.pdf>. Ik hanteer hier voor de leesbaarheid dezelfde definities. De door de CFTC gebruikte definities zijn niet identiek. De CFTC verwijst ook naar de ESMA Guidelines en het IOSCO rapport.

74. Zie CR pagina 56544, onder II. Background. De CR maakt geen onderscheid tussen AT en HFT en alle mogelijke betrokken partijen. De laatste stand van zaken zoals naar voren gekomen uit overleg tussen CFTC en zijn Technology Advisory Committee (bestaande uit experts uit markt en wetenschap) is dat er geen aparte definitie van HFT komt.

75. Rule 15c3-5. <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63241.pdf>.

76. SEC: 'Regulation Systems Compliance and Integrity', Exchange Act Release No. 69,077, 78 Fed. Reg. 18,084.

77. <http://www.sec.gov/marketstructure/midas.html>.

78. Zie 'Consultation conclusions on the regulation of electronic trading', SFC 22 maart 2013. <http://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/conclusion?refNo=12CP3>. De relevante bepalingen uit de Code of Conduct beslaan ongeveer 20 bladzijden en zijn sterk principle based; een verademing ten opzichte van de omvang van MiFID II en de regels voorgesteld door ESMA.

king tot AT wordt ook hier de nadruk gelegd op de kennis van de betrokken personen (waaronder trainingen), testen van algoritmen, interne beheersing (*pre en post trade controls*) en bewaren van gegevens. Hetzelfde geldt voor de eisen die worden gesteld aan DEA. Ook hier wordt een belangrijke verantwoordelijkheid bij de DEA aanbieder gelegd en moet de DEA aanbieder zich vergewissen van de kennis en kunde van de personen werkzaam bij de cliënt, de interne beheersing en monitoring bij de cliënt. Hong Kong stelt geen aanvullende eisen of beperkingen aan buitenlandse partijen die gebruik maken van DEA. Een verschil met MiFID II is dat de Code of Conduct naast eisen aan DEA ook (vergelijkbare) eisen stelt aan *electronic trading* wat wordt gedefinieerd als elektronische handel waaronder AT, DEA en handel door middel van internet. Dit laatste wordt in de ESMA DP expliciet uitgesloten van de definitie van DEA in MiFID II. Een tweede verschil met MiFID II is dat de SFC niet de eis stelt dat gedetailleerde informatie over de algoritmen wordt verstrekt. In de praktijk blijkt dat DEA aanbieders volstaan met een due dilligence vragenlijst en algemene voorwaarden waarmee de cliënt bevestigt zich te zullen houden aan de specifieke eisen zoals neergelegd in de Code of Conduct en de regels van de betreffende handelsplatformen.

9. Conclusie

Het pakket aan regels dat MiFID II bevat doet geen uitspraak over de (on)wenselijkheid van AT en HFT maar legt de nadruk op de interne beheersing, kennis en kunde en het gedrag van de betrokken partijen. Het pakket aan eisen dat wordt voorgesteld is zeer omvangrijk en gedetailleerd. Het is de hoop dat de toezichthouders het proportionaliteitsbeginsel waar ESMA zich op beroept inderdaad zo toepassen dat de betrokken partijen op een efficiënte en effectieve manier aan de gestelde eisen kunnen voldoen. MiFID II gaat terecht uit van de verbondenheid van betrokken partijen en hun onderlinge verantwoordelijkheid. Aan de betrokken partijen worden veelal dezelfde of vergelijkbare eisen gesteld. Opvallend is dat de betrokken partijen expliciet een verantwoordelijkheid hebben met betrekking tot het naleven van de regels door de partij aan wie zij hun diensten verlenen. Voor de praktijk is het van belang om te weten hoe ver deze verantwoordelijkheid gaat. Voorkomen moet worden dat partijen worden afgeschrikt om hun diensten te verlenen. Onduidelijk is nog welke informatie toezichthouders met betrekking tot de werking van de algoritmen in de praktijk zullen willen ontvangen. Naast commerciële belangen die hier kunnen spelen is het gebruik van algoritmen zeer divers en is er niet altijd 'een broncode' (*source code*) of 'een' algoritme. Het is twijfelachtig of een buitenstaander de werking kan beoordelen aan de hand van alleen code. Een meer principle based benadering waarbij de nadruk wordt gelegd op kennis en kunde van partijen die gebruik maken van AT en HFT en het waarborgen van een interne beheersing (waaronder testen en *pre en post trade controls*) lijkt mij effectiever. Extra aandacht zou er moeten zijn als gebruik wordt gemaakt van algoritmen die zijn ontwikkeld door een derde. In ieder geval moeten toezichthouders nauwer 'samenwerken' met marktpartijen om hun kennis te vergroten en om effectief toezicht te kunnen gaan houden. De met de ESMA DP gekozen aanpak is een goed begin maar blijft een papieren exercitie op grote afstand van de daadwerkelijk betrokken marktpartijen.

Uiteindelijk is het de vraag wat de impact gaat zijn op de markt; zowel op de betrokken partijen als de daadwerkelijke handel. Dat MiFID II voor een flinke belasting zal zorgen is zeker. Verkeerd gestelde of voorgeschreven *pre en post trade controls* en ingrepen in de handel kunnen ook juist bijdragen aan een onordelijke markt. Marktpartijen vertrouwen immers op een juiste uitvoering van hun orders en het annuleren van een order of stilleggen van de handel raakt de risicobeheersing van deze partijen.