

Informatievoorsprongen in Euronext's handelssysteem: colocatie en *private feeds*

*Mathijs Giltjes & Arnoud Pijls*¹

Begin oktober kopte het *Financieele Dagblad* dat Euronext sommige handelaren op haar handelsplatformen bevoordeelt.² Euronext's handelssysteem Optiq voorziet handelaren die een transactie verrichten namelijk eerder van informatie over die transactie dan de handelaren die niet bij die transactie zijn betrokken. De uitbaters van de informatievoorsprong van enkele microseconden (miljoensten van een seconde) zijn in het bijzonder handelaren die van de discrepantie op de hoogte zijn en de financiële en technologische capaciteiten hebben om van de informatievoorsprong te profiteren, zoals *high frequency traders*. Hoewel Euronext kort na het bekend worden van de informatieasymmetrie communiceerde haar handelssysteem aan te passen, leek haar CEO Boujnah in de persconferentie na de kwartaalcijfers geen haast meer te hebben met het doorvoeren van aanpassingen en meende hij bovendien dat Euronext 'voldoe[t] aan de Europese regelgeving'.³ Dit laatste kan volgens ons op zijn minst worden betwijfeld.

In een tijdperk waarin de handel in financiële instrumenten de snelheid van het licht evenaart, zijn voor de moderne handelaar zelfs snelheidsvoordelen van enkele microseconden al cruciaal. Zonder gebruik te maken van colocatie – het door de handelaar plaatsen van zijn handelscomputer op de fysieke locatie van het handelsplatform, inclusief een directe verbinding met de orderverwerkingscomputer van dat handelsplatform waardoor de gecolocoerde partij over een *private feed* beschikt – loopt de moderne handelaar al gauw achter de feiten aan. Colocatie is een vrij dure commerciële service die wordt aangeboden door de meeste handelsplatformen. Via een *private feed* ontvangt een gecolocoerde partij eerder informatie (zoals *post-trade* informatie over transacties) dan de partijen die geen gebruik maken van colocatie en in hun informatietoevoer afhankelijk zijn van de *public feed*. Informatie wordt namelijk pas 'public' op het moment dat deze door de *data vendors* van het desbetreffende handelsplatform is gedistribueerd. Het is op zich niet onlogisch dat handelaren die betalen voor colocatie eerder informatie ontvangen dan handelaren die geen gebruik van maken van deze service. Het aanbieden van colocatie en een *private feed* is ook toegestaan op grond van de Europese wet- en regelgeving.⁴ De controverse die de afgelopen tijd rondom handelssysteem Optiq is ontstaan betreft echter niet zozeer de informatieachterstand van niet-gecolocoerde ten opzichte van gecolocoerde partijen, maar veeleer de informatieongelijkheid tussen gecolocoerde partijen onderling. Gecolocoerde partijen die een transactie aangaan krijgen via hun *private feeds* namelijk eerder informatie over die transactie dan andere gecolocoerde partijen.

¹ Mr. M.J. Giltjes is promovendus *High frequency trading* en Marktmisbruik aan Erasmus Graduate School of Law. Mr. drs. A.C.W. Pijls is universitair docent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan Erasmus School of Law. Beiden zijn verbonden aan het International Center for Financial law & Governance (ICFG).

² *Het Financieele Dagblad*, 'Euronext geeft flitshandelaren onzichtbare voorsprong', 5 oktober 2020.

³ *Het Financieele Dagblad*, 'Euronext ligt onder vuur vanwege problemen met handelssysteem', 6 november 2020.

⁴ Zie art. 48 lid 8 MiFID II, dat in Nederland is geïmplementeerd in art. art. 5:30b lid 1 sub c Wft, en art. 6 lid 1 en 13 lid 1 MiFIR.

Marktextploitanten als Euronext moeten transparant zijn bij het aanbieden van colocatie.⁵ In essentie wordt door colocatie immers een informatieasymmetrie gecreëerd en dit brengt voor de marktexploitant een vergaande zorgvuldigheidplicht met zich. Dat Euronext zegt met het latentieverschil tussen gecolocoerde partijen bekend te zijn, maar hier niet (eerder) mee naar buiten is getreden, is dan ook hoogst opmerkelijk te noemen. Nog opmerkelijker is echter de ongelijke behandeling van gebruikers die zich op dezelfde colocatiediensten hebben geabonneerd. Marktextploitanten zijn namelijk verplicht deze gebruikers onder dezelfde voorwaarden toegang te geven tot hun net, inclusief toegang tot gegevens en marktconnectiviteit.⁶ Daarnaast moeten marktexploitanten zich tot het redelijke inspannen alle verbindingen te monitoren, zodat alle gebruikers van colocatiediensten die over hetzelfde type latentietoegang beschikken gelijk worden behandeld.⁷ Bovendien zijn marktexploitanten verplicht verschillende latentietypes van beschikbare toegang op hun website te publiceren.⁸ Dat de bij een transactie betrokken handelaren eerder een orderverwerkingsbevestiging ontvangen dan de overige gecolocoerde handelaren lijkt misschien niet vreemd, maar dat deze handelaren hierdoor voor een *split second* over méér informatie komen te beschikken kan in de *trading pits* van de 21^{ste} eeuw een wereld van verschil maken. Zeker als hierbij wordt bedacht dat niet alle marktpartijen door de marktexploitant van deze realiteit op de hoogte zijn gebracht.

Ongeacht het antwoord op de vraag of een latentieverschil van enkele microseconden volgens de Europese transactierapportageregels is toegestaan, is een andere interessante vraag of handelen op basis van de verkregen informatie over een zojuist gerealiseerde transactie leidt tot overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap.⁹ Behalve de twee handelaren die de bewuste transactie aangaan, krijgt de rest van zowel het gecolocoerde als niet-gecolocoerde beleggend publiek de informatie over die transactie namelijk significant later. Volgens ons kan op goede gronden worden beargumenteerd dat deze informatie, die voor de rest van het beleggend publiek niet toegankelijk is, niet ‘openbaar’ is en dat sprake is van een aantasting van het gelijke speelveld tussen beleggers dat de Europese wetgever met het handelsverbod juist beoogt te waarborgen. Handelaren die op basis van die informatie handelen, behalen daardoor mogelijk een ongerechtvaardigd voordeel ten opzichte van de rest van het beleggend publiek. Daarmee is verdedigbaar dat zij het handelsverbod overtreden. In meer algemene zin kan onzes inziens op grond van deze redenering zelfs worden beargumenteerd dat informatie die wordt verkregen door middel van colocatie voorwetenschap vormt en dat met het handelen op basis van die informatie het handelsverbod *systematisch* wordt overtreden.¹⁰

Het aan het licht komen van snelheidsvoordelen doet helaas denken aan de Amerikaanse praktijk waarin *high frequency traders* via onder meer *alternative trading systems* een enorme voorsprong hebben verkregen ten opzichte van ‘gewone’ handelaren. In de Verenigde Staten werd niet alleen intensief gelobbyd voor snelheidsvoordelen die vooral in het belang waren van *high frequency traders*, maar ook voor speciaal voor hen ontwikkelde ordertypen die voor

⁵ Zie art. 48 lid 8 MiFID II.

⁶ Zie art. 1 lid 2 Ged. Vo. 2017/573.

⁷ Zie art. 1 lid 3 Ged. Vo. 2017/573.

⁸ Zie art. 2, in het bijzonder onder a en d, Ged. Vo. 2017/573.

⁹ Zie art. 14 aanhef en onder a jis. art. 7 lid 1 onder a en 8 lid 1 MAR.

¹⁰ Vgl. Y. Yadav, ‘Insider Trading and Market Structure’, 63 *UCLA Law Review* 2016, p. 971.

andere handelaren niet beschikbaar waren en vaak zelfs geheim bleven. In Europa zijn dergelijke spraakmakende ontdekkingen vooralsnog uitgebleven. Hopelijk blijft dat zo en kennen Europese handelsplatformen niet nog meer vormen van (vooralsnog verborgen) informatieasymmetrie. Juist in een tijdperk waarin controverses rondom *high frequency trading* steeds weer de kop opsteken, is adequate informatieverschaffing over de werking van handelsplatformen essentieel. De European Securities and Markets Authority (ESMA) heeft marktpartijen in een onlangs gepubliceerd *consultation paper* gevraagd zich uit te laten over mogelijke informatieverschillen tussen enerzijds de partijen die bij een transactie zijn betrokken en anderzijds de rest van het beleggend publiek.¹¹ Euronext heeft begin december in ieder geval gecommuniceerd haar handelssysteem te zullen aanpassen.¹²

¹¹ ESMA, 'Consultation Paper. MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading', 18 december 2020, p. 91-94. Zie voor kamervragen naar aanleiding van de controverse rondom Euronext overigens *Aanhangsel Handelingen II* 2020/21, nr. 784.

¹² *Het Financieele Dagblad*, 'Euronext past handelssysteem aan om gebruik van voorkennis te voorkomen, 6 december 2020.