



AMBA ZEGGEN:  
"LEEF JE EIGEN WAARDEN NA."

## – ESSAY –

*Goede voorbeelden in de financiële sector*

# Walk the talk

Geloof het of niet maar in september is het al weer 10 jaar geleden dat de kredietcrisis begon. Een investmentbank viel om en het hele financiële systeem stortte (bijna) als een kaartenhuis ineen. Bijna ja, want met heel veel belastinggeld is de beademing van de financiële sector in stand gehouden.

TEKST AMBA ZEGGEN | BEELD BAS VAN TOL

**H**et economisch bureau van ING becijferde in 2016 dat de bezuinigingen van 40 miljard, als gevolg van de crises, in Nederland honderdduizenden banen heeft gekost. Honderdduizenden banen! En laten we niet vergeten dat de eurocrises en de ellende in Griekenland ook een gevolg zijn van de kredietcrises. In totaal is er op Europees niveau 195 miljard euro uitgeleend aan Griekenland. Nederland heeft daarvan 11,9 miljard euro betaald. Om het in perspectief te plaatsen, dat is meer dan 700 euro per Nederlander. Overigens vallen deze bedragen in het niet bij de 22 biljoen dollar die het de economie heeft gekost in de VS. Tuurlijk de VS is vele malen groter dan Nederland. Maar toch, 22 biljoen dollar! Dat is 30 procent van de totale wereldeconomie.

Afijn, genoeg redenen om terug te blikken, de oorzaken nog eens op een rijtje te zetten en ons hoofd te buigen over wat we vooral (niet meer) moeten doen om een crisis te voorkomen. Ik hoop hartgrondig dat we daarbij ook nog iets anders gaan doen: dat is leren van goede voorbeelden uit de financiële sector. Pardon denk je? Goede voorbeelden uit de financiële sector? Dat klinkt als een contradictio in terminus. Maar niets is minder waar. Er zijn wel degelijk aansprekende voorbeelden van commerciële organisaties die geheel andere keuzes maakten en nog steeds maken dan hun financiële soortgenoten.

**KERN VAN DE ZAAK**

In de discussies over welke kant het nu op moet gaan vind ik dat alle hoofdrolspelers van de kredietcrisis – banken, verzekeraars, consultants, toezichhouders en rating agencies – verplicht zijn om ideeën en vernieuwde plannen van aanpak om het ‘echt allemaal anders te doen’ te scherpen aan deze voorbeelden. Echt kleur te bekennen over de achterliggende oorzaken van het vasthouden aan principes die keer op keer hebben bewezen niets bij te dragen aan een betrouwbare stabiele financiële sector. Dan komen we tot de kern van de zaak.

Goede voorbeelden dus die een prominente plek moeten krijgen als we echt iets willen leren van de gemaakte fouten. Een van deze goede voorbeelden is zonder twijfel de Amerikaanse aandelenbeurs ‘The Investor Exchange’ (IEX) opgericht door Brad Katsuyama. Michael Lewis, de bestseller auteur van *The Big Short* en *Liars Poker* heeft er een fantastisch boek over geschreven: *Flash Boys*. Daarin beschrijft hij hoe Katsuyama er toe gekomen is om een eigen beurs te starten.

Als je in het hart van de ontstaansbron van de crisis, Wall Street, een succesvolle zakenbankier kan vinden die er niet op uit is ruimschoots te verdienen aan de onwetendheid van andere marktpartijen en bereid is misstanden openbaar te maken – zelfs als dat betekent dat de gevestigde orde je publiekelijk afbreekt, je geloofwaardigheid ter discussie stelt en

alles uit de kast haalt om je tegen te werken – dan heb je wat mij betreft het ultieme voorbeeld gevonden waar we onze goede voornemens om het anders te doen aan kunnen spiegelen.

### ONGELIJKE STRIJD

Brad Katsuyama is een voormalige aandelenhandelaar van de Royal Bank of Canada (RBC) op Wall Street. Een zeer succesvolle aandelenhandelaar wel te verstaan.

Hij had nog jaren in redelijke anonimiteit honderdduizenden dollars kunnen verdienen voor RBC. Tot hij er in 2009 achter kwam dat er een ongelijke strijd gaande was op de aandelenmarkt. Tijdens het aan- en verkopen van aandelen via de elektronische aandelenhandel merkte Katsuyama op een gegeven moment dat zodra hij een order verstuurde voor een grote hoeveelheid aandelen, de prijs veranderde op het moment dat hij de order had ingevoerd. En niet in zijn voordeel. Als hij aandelen wilde kopen, schoten de prijzen omhoog. Terwijl de prijzen omlaag gingen op het moment dat hij een grote verkooporder verzond.

Misschien denk je nu aan je basis economiestof op de middelbare school: prijzen stijgen bij veel vraag en dalen bij weinig belangstelling. Maar dat was hier niet het geval. De prijzen waren al bekend. Als handelaar zag je op je scherm voor welke prijs je bijvoorbeeld aandelen Shell kon kopen. Op het moment dat je letterlijk de enter toets indrukte, veranderde de prijzen op je scherm. Is dit de werking van de markteconomie of is er iets anders aan de hand? Voor deze vraag zag Katsuyama zich gesteld. Hij had het idee alsof er anderen partijen meekeken die ervoor zorgde dat de prijzen zich tegen hem keerde zodra bekend was wat hij wilde kopen of verkopen. Het duurde een paar analyses, slapeloze nachten maar vooral gesprekken met andere experts in de markt tot Katsuyama erachter kwam wat er aan de hand was. High Frequency Trading (HFT). Oftewel in goed Nederlands: Flitshandel.

De naam High Frequency Trading zegt het al: met hoge snelheid handelen. Met hoge snelheid wordt ook echt bedoeld super super hogesnelheid. Katsuyama maakt een mooie vergelijking met het knippen van je ogen. Één keer knippen met je ogen duurt ongeveer 300 milliseconde. Oftewel drie tiende van een seconde. Het versturen van een order vanaf een computer naar een beurs duurt, voor een handelaar die niet beschikt over snelle algoritmes, ongeveer 2 milliseconde. Voor de goede

## “ER WAS WEINIG ANIMO OM MEE TE WERKEN AAN EEN BEURS MET EEN EERLIJK SPEELVELD”

orde dat is tweeduizendste seconde. Dus als je één keer met je ogen knippert kun je tegelijkertijd 150 orders versturen! En dat zijn de normale snelheden. HFT handelaren zijn nog sneller dan de ‘normale’ langzame aandelenhandelaren. Uit de analyse van Katsuyama kwam naar voren dat HFT handelaren in staat zijn om vier keer zo snel orders te versturen.

De snelheid had men te danken aan supersnelle algoritmes maar ook door het

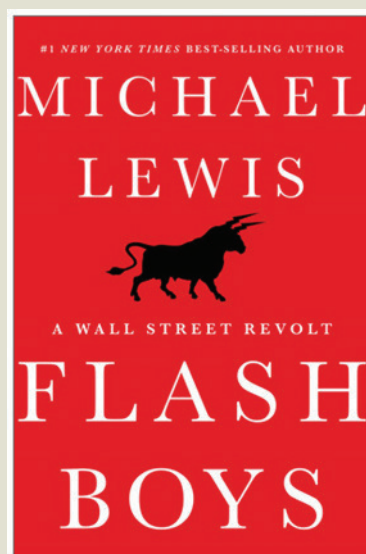
eigen computernetwerk zo dicht mogelijk bij de datacenters van de verschillende aandelenbeurzen te plaatsen en te zorgen voor hele snelle verbindingen tussen de verschillen handelsbeurzen. Alles was er op gericht zo snel mogelijk data te versturen van en naar de verschillende handelsbeurzen.

Maar hoe zit het dan met die prijzen die plotsklaps veranderen? Wat hebben die HFT-handelaren ermee te maken? Katsuyama ontdekte dat de snelle handelaren het signaal opvingen van een nietsvermoedende langzame handelaar die een grote hoeveelheid aandelen wil aanschaffen van bedrijf X. Bijna sneller dan het geluid kochten ze op de verschillende beurzen zoveel mogelijke aandelen van bedrijf X. Vlak voor de neus van de langzame collega kaapten ze de aandelen weg. Die had het nakijken. Althans de aandelen waren beschikbaar maar wel tegen een hogere prijs.

### GROTE WEEFFOUT

En dat vond Katsuyama vooral schokkend. Niet dat de beurshandel snel verliep of dat er supersnelle partijen waren. Maar dat langzame handelaren willens en wetens een poot werden

uitgedraaid. De langzame handelaren waren vooral institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. Die rendement probeerde te maken om hardwerkende mensen te voorzien van inkomen. Daar wilde Katsuyama niet aan meedoen. Sterker nog: hij wilde dat iedereen op de hoogte zou worden gebracht van deze grote weeffout in het systeem. Dat was bijzonder. Er waren veel meer partijen die door hadden wat er gaande was. Alleen als je het wist dan ging je dat niet aan de grote klok hangen. Je deed ook mee met de grote jongens en profiteerde van de onwetendheid in de markt. Katsuyama wilde institutionele beleggers juist beschermen. Dat ging niet zonder slag of stoot. Er was weinig animo om mee te werken aan een beurs met een eerlijk speelveld. Hij kwam er al gauw achter dat als hij iets wilde veranderen aan de situatie, hij zelf een beurs zou moeten starten.



*In het boek Flash Boys beschrijft Michael Lewis hoe Katsuyama ertoe gekomen is een eigen beurs te starten.*

Brad Katsuyama ontwikkelde een systeem met een zogenaamde snelheidsdrempel. Dat betekent dat alle orders automatisch moeten wachten. Zodat alle informatie tegelijk aankomt op de beurs. Niemand heeft meer een tijdsvoordeel. Iedereen is gelijk, wat snelheid betreft.

Gevestigde partijen zoals de New York Stock Exchange (NYSE) hebben er alles aan gedaan Katsuyama dwars te zitten. Maar gelukkig zonder succes. In 2016 heeft IEX een vergunning gekregen van de Securities and Exchange Commission (SEC), de Amerikaanse beurswaakhond.

### ESSENTIE VAN DE BEURS

Zijn alle HFT traders slecht en voegen ze helemaal niets toe aan de markt? Ik zie het net als de vergelijking die vaak wordt gemaakt met een mes. Een prima onderdeel van het bestek. Maar je kunt er ook iemand opzettelijk mee verwonden, dat is het op zijn zachts gezegd niet fijn. Dat is naar mijn mening ook het geval met HFT traders. Je hebt handelaren die op zoek gaan naar inefficiënties in de markt. Prijsverschillen tussen hetzelfde product op verschillende markten, en daarvan profiteren. Niets mis mee. Maar het ge(mis)bruiken van de traagheid van andere marktpartijen? Is dat de bedoeling van de beurs? Ik had altijd gedacht dat de beurs de plek was waar je op basis van informatie, voor iedereen beschikbaar, over een bedrijf en je visie op ontwikkelingen in de markt een bepaalde waarde toekent aan dat bedrijf. Met die overtuiging handelde je met andere partijen. Dat is volgens mij de essentie van de beurs. Dus niet een wedloop tussen de slimste wiskundigen die hele snelle algoritmes kunnen bouwen, of het bemachtigen van een plekje naast het datacentrum van een beurs. Kijk, die discussie moeten we met elkaar voeren. Wanneer is er sprake van een vrije markt waar iedereen de beschikking heeft tot dezelfde informatie?

Zoals eerder genoemd probeerde diverse gevestigde namen IEX tegen te werken en zwart te maken bij de SEC. Één van de partijen met de grootste mond was NYSE. Niets deugde aan het plan van IEX, het was allemaal doorgestoken kaart. Bovendien was het een heel slecht plan om snelheidsdrempels in te voeren, dat zou de markt verpesten volgens NYSE. Gelukkig trapte de SEC niet in de praatjes van NYSE. Saillant detail is dat de NYSE een jaar later ook toestemming heeft gevraagd (en gekregen) om een snelheidsdrempel in te bouwen. Puur en alleen om de IEX dwars te zitten. Dat is niet de officiële lezing maar dat is zo klaar als een klontje.

### VALUES

Wat kunnen andere spelers in de sector nu leren van Katsuyama en IEX? Het zijn eigenlijk hele voor de hand liggende uitgangspunten waar je als organisatie altijd aan dient te houden. Ik denk dat menig zichzelf respecterende onderneming deze uitgangspunten ook ergens heeft genoteerd als mission statement of code of conduct. Het is echter de vraag of datge-

Amba Zeggen (1971) heeft als wiskundige/actuaris, 20 jaar ervaring in de financiële sector. Vanuit diverse rollen heeft zij goede én slechte voorbeelden gezien. Deze ervaring heeft haar gesterkt in haar overtuiging dat Good Governance en uitstekende resultaten hand in hand kunnen en moeten gaan. Met haar adviesbureau Risk & Governance helpt zij organisaties deze overtuiging te realiseren.

Naast haar advieswerk is Amba docent aan de UvA Amsterdam Business School en verzorgde ze tot voor kort wekelijks commentaar op het financieel en economisch nieuws bij radio EenVandaag. Tevens maakt Amba Zeggen deel uit van de Raad van Toezicht van de stichting New Financial Forum.

ne dat op papier staat, ook daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Op de IEX site staan een aantal 'values' die IEX aantoonbaar naleeft.

Zo stelt Katsuyama het klantbelang boven alles. Ja, hij kan veel meer geld verdienen door te profiteren van het verschil in snelheid maar dat is niet in het belang van de klant. Hij kiest voor een oplossing die recht doet aan het belang van de klant.

Ook kiest hij er voor transparant te zijn over de werkwijze van zijn beurs. Er zijn geen geheimen over de technische aspecten van de beurs. Er is geen verhuur van computerruimte aan handelaren vlakbij het datacenter van IEX. Er is een gelijk speelveld waar de economische overweging het wint van snelle algoritmes en straalverbindingen: dat is transparantie! En ja, veel andere bedrijven schrijven transparant te handelen maar laten dat op de moeilijke momenten achterwege.

Je moet het lef hebben afscheid te nemen van het aloude idee dat je alleen succesvol kunt zijn als je ten alle tijden gaat voor winstmaximalisatie. En je moet laten zien dat je je eigen waarden ook echt naleeft.

Wat mij betreft: wacht niet tot de evaluatie van 10 jaar kredietcrises in september maar begin nu alvast met het volgen van dit goede voorbeeld!

Of zoals Brad Katsuyama de IEX mission toelicht: *"Anybody can stand up and say I believe in fairness, I believe in transparency. The only way to really show that is in how you act."* ■

Meer informatie over The Investor Exchange (IEX):

- [iextrading.com/about/](http://iextrading.com/about/)
- [www.theverge.com/2015/7/2/8877203/this-man-is-building-a-stock-exchange-that-will-screw-you-over-less](http://www.theverge.com/2015/7/2/8877203/this-man-is-building-a-stock-exchange-that-will-screw-you-over-less)
- [www.nytimes.com/2014/04/06/magazine/flash-boys-michael-lewis.html](http://www.nytimes.com/2014/04/06/magazine/flash-boys-michael-lewis.html)