

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

BUITENGEWONE ZITTING 2014

27 augustus 2014

WETSVOORSTEL

**tot instelling van een heffing
op *high frequency trading*-verrichtingen**

(ingediend door de heer Alain Mathot c.s.)

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

SESSION EXTRAORDINAIRE 2014

27 août 2014

PROPOSITION DE LOI

**visant à instaurer une taxe
sur les opérations de *trading* haute fréquence**

(déposée par M. Alain Mathot et consorts)

SAMENVATTING

High frequency trading *bestaat in het versturen van opeenvolgende beursorders met een tussentijd van maximaal een halve seconde.*

In veel gevallen strookt zulks niet met de economische werkelijkheid en wordt beoogd de markten te manipuleren. Daarom menen de indieners dat op die verrichtingen een heffing moet worden gelegd.

RÉSUMÉ

Le trading haute fréquence est constitué par l'envoi d'ordres boursiers successifs dans un intervalle de temps inférieur ou égal à la demi seconde.

Dans bon nombre de cas, cela ne correspond pas à la réalité économique et vise à manipuler les marchés. Raison pour laquelle les auteurs estiment qu'une taxe doit être instaurée sur ces opérations.

N-VA	:	Nieuw-Vlaamse Alliantie
PS	:	Parti Socialiste
MR	:	Mouvement Réformateur
CD&V	:	Christen-Democratisch en Vlaams
Open Vld	:	Open Vlaamse liberalen en democraten
sp.a	:	socialistische partij anders
Ecolo-Groen	:	Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
cdH	:	centre démocrate Humaniste
VB	:	Vlaams Belang
PTB-GO!	:	Parti du Travail de Belgique – Gauche d'Ouverture
FDF	:	Fédéralistes Démocrates Francophones
PP	:	Parti Populaire

Afkortingen bij de nummering van de publicaties:

DOC 54 0000/000:	Parlementair document van de 54 ^e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer
QRVA:	Schriftelijke Vragen en Antwoorden
CRIV:	Voorlopige versie van het Integraal Verslag
CRABV:	Beknopt Verslag
CRIV:	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaald beknopt verslag van de toespraken (met de bijlagen)
PLEN:	Plenum
COM:	Commissievergadering
MOT:	Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)

Abréviations dans la numérotation des publications:

DOC 54 0000/000:	Document parlementaire de la 54 ^e législature, suivi du n° de base et du n° consécutif
QRVA:	Questions et Réponses écrites
CRIV:	Version Provisoire du Compte Rendu intégral
CRABV:	Compte Rendu Analytique
CRIV:	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes)
PLEN:	Séance plénière
COM:	Réunion de commission
MOT:	Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)

Officiële publicaties, uitgegeven door de Kamer van volksvertegenwoordigers

Bestellingen:
Natieplein 2
1008 Brussel
Tel. : 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74
www.dekamer.be
e-mail : publicaties@dekamer.be

De publicaties worden uitsluitend gedrukt op FSC gecertificeerd papier

Publications officielles éditées par la Chambre des représentants

Commandes:
Place de la Nation 2
1008 Bruxelles
Tél. : 02/ 549 81 60
Fax : 02/549 82 74
www.lachambre.be
courriel : publicaties@lachambre.be

Les publications sont imprimées exclusivement sur du papier certifié FSC

TOELICHTING

DAMES EN HEREN,

Dit voorstel neemt de tekst over van voorstel DOC 53 3396/001.

1. Omvang van de *high frequency trading*-activiteiten en verband met de financiële crisis

De financiële crisis heeft heel wat economische en financiële zekerheden op de helling gezet. Zij heeft met name de potentiële risico's van bepaalde, al te complexe en ontransparante financiële nieuwigheden blootgelegd. Zoals is gebleken uit het verslag van de bijzondere commissie belast met het onderzoek naar de financiële en bankcrisis, lagen die nieuwe producten ten grondslag aan de mechanismen die het financiële bestel aan de rand van de afgrond hebben gebracht. Tegelijk heeft deze crisis ruimschoots bewezen dat de zogenaamde "zelfregulering" van de markten een mythe is, en dat die markten dringend moeten worden gereguleerd om de goede werking ervan te waarborgen.

Jammer genoeg heeft deze crisis niet alleen bepaalde economische stellingen onderuit gehaald, maar bovendien heeft zij nog veel ingrijpender en tastbaarder schade aangericht in de vorm van een heuse economische en sociale kaalslag. Hoewel niet breedvoerig moet worden ingegaan op de gevolgen van de financiële crisis voor de reële economie, laten de indieners toch niet na erop te wijzen dat de verstrenging van de kredietverleningsvoorwaarden door de banken, meer bepaald door een hogere waarborg te eisen, heel wat ondernemingen naar het faillissement heeft geleid.

Deze financiële crisis heeft niet alleen het economische weefsel van ons land beschadigd en veel medeburgers in de armoede gedreven, maar heeft tevens onze overheidsfinanciën sterk onder druk gezet; er moest een beroep worden gedaan op sociale stabilisatoren en er moesten banken worden gered. De indieners zijn derhalve van mening dat we ten volle lering moeten trekken uit deze financiële crisis, om te voorkomen dat dergelijke gebeurtenissen zich in de toekomst nogmaals kunnen voordoen. Momenteel wordt de werking van de financiële markten onder meer bedreigd door de *high frequency trading*-activiteiten (HFT).

De Europese Autoriteit voor effecten en markten (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) omschrijft deze nieuwe technologische en financiële activiteiten als volgt: "*Trading activities that employ sophisticated, algorithmic technologies to interpret signals*

DÉVELOPPEMENTS

MESDAMES, MESSIEURS,

La présente proposition reprend le texte de la proposition DOC 53 3396/001.

1. Ampleur des activités de *trading* haute fréquence et lien avec la crise financière

La crise financière a mis à mal nombre de certitudes économiques et financières. Elle a notamment souligné les risques potentiels induits par la trop grande complexité et opacité de certaines innovations financières. Celles-ci furent, comme l'a démontré le rapport fait au nom de la commission spéciale chargée d'examiner la crise financière et bancaire, au cœur des mécanismes qui ont poussé le système financier au bord de la faillite. Parallèlement, cette crise a également largement écorné le mythe de l'autorégulation des marchés et souligné l'impérieuse nécessité de les régler afin d'en assurer le bon fonctionnement.

Malheureusement, cette crise n'a pas eu pour seules conséquences de mettre en évidence l' inanité de certaines thèses économiques. Celle-ci a eu des répercussions nettement plus néfastes et tangibles puisqu'elle a entraîné dans son sillage un véritable chaos économique et social. S'il n'est nul besoin de s'étendre longuement sur les conséquences pour l'économie réelle de la crise financière, rappelons tout de même que le durcissement des conditions d'octroi de crédit, notamment l'exigence de davantage de garanties, a poussé à la faillite de nombreuses entreprises.

Cette crise financière n'a pas seulement endommagé le tissu économique de notre pays et poussé nombre de nos concitoyens dans la précarité, elle a également fortement mis à mal nos finances publiques car celle-ci a nécessité la mise en action de stabilisateurs sociaux et du sauvetage des banques. Il est donc nécessaire de tirer pleinement les leçons de cette crise financière afin de prévenir la répétition d'événements de cette nature dans le futur. Aujourd'hui, le fonctionnement des marchés financiers est affecté, notamment par les activités de *trading* haute fréquence (THF).

Cette innovation technologique et financière est définie, par l'autorité européenne de surveillance des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*, ESMA), comme l'"activité de *trading* utilisant une technologie algorithmique sophistiquée pour

from the market and, in response, implement trading strategies that generally involve the high frequency generation of orders and a low latency transmission of these orders to the market. Related trading strategies mostly consist of either quasi market making or arbitrating within very short time horizons. They usually involve the execution of trades on own account (rather than for a client) and positions usually being closed out at the end of the day”¹.

Deze tradingtechniek is geen marginaal verschijnsel, maar heeft integendeel de jongste zes jaar een enorme vlucht genomen.

Het aantal transacties waarvoor gebruik wordt gemaakt van hogefrequentie-algoritmen maakt een groot deel uit van alle transacties op de financiële markten.

Volgens cijfers van NYSE Euronext Brussels, de Brusselse beursoperator, zou *high frequency trading* goed zijn voor 35 à 40 % van de transacties op de Belgische markt².

2. Nefaste gevolgen van de *high frequency trading*-activiteiten

Sinds het ontstaan ervan heeft HFT aanleiding gegeven tot heel wat controverse tussen voor- en tegenstanders van die praktijk. Veel waarnemers zijn de mening toegedaan dat HFT geen enkele band heeft met de reële economie en uit een economisch oogpunt geen enkele zin heeft. Woedt over de sociale doelmatigheid van HFT nog een verhit debat in de academische wereld, de risico's die deze nieuwe technische en financiële praktijk inhoudt voor de algehele financiële stabiliteit worden geregeld aan de kaak gesteld.

Een van de voornaamste punten van kritiek die ten aanzien van HFT worden geuit, is dat het om een potentiële, nieuwe bron van marktmanipulatie gaat.

HFT biedt namelijk vier nieuwe manipulatiemogelijkheden: *quote stuffing*, *layering/spoofing*, *momentum ignition* en *order anticipation*.

Quote stuffing is een van de voornaamste mogelijkheden die HFT biedt. Zoals de naam aangeeft, bestaat

¹ ESMA, *Consultation paper, “Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities”*, blz. 10.

² <http://blogs.lecho.be/fairtrade/2013/01/les-valeurs-belges-sont-elles-manipul%C3%A9es.html#ixzz2fnuM3oYm>

interpréter les données de marché et, en réponse, mettre en œuvre des stratégies de trading résultant généralement en l'émission d'ordres à très haute fréquence et leur transmission en des temps de latence extrêmement réduits. Ces stratégies consistent le plus souvent en une tenue de marché non contractuelle ou en arbitrage sur des horizons à très court terme. Elles impliquent une négociation essentiellement pour compte propre et un dénouement des positions à la fin de chaque séance”¹.

Loin d'être marginale, cette technique de trading a connu un essor considérable ces six dernières années.

Aujourd'hui, le volume des transactions effectuées à partir d'algorithmes opérant à haute fréquence représente une part importante de l'ensemble des transactions réalisées sur les marchés financiers.

Dans notre pays, selon les chiffres fournis par le NYSE Euronext Brussels, l'opérateur de la bourse de Bruxelles, le *trading* à haute fréquence représenterait 35 à 40 % des transactions sur le marché belge².

2. Impacts néfastes des activités de *trading* haute fréquence

Depuis son apparition, le THF a suscité une multitude de controverses entre partisans et adversaires de cette pratique. Pour de nombreux observateurs, le THF ne présenterait aucun lien avec l'économie réelle et n'aurait aucun sens du point de vue économique. Si l'utilité sociale du THF fait encore l'objet d'un âpre débat entre académiques, cette innovation technique et financière est, par contre, régulièrement pointée du doigt pour les risques qu'elle fait peser sur la stabilité financière globale.

L'un des principaux reproches formulés à l'encontre du THF est qu'il constitue une source potentielle, d'un genre nouveau, de manipulations de marché.

Ces nouvelles possibilités de manipulations offertes par le THF sont au nombre de quatre: le *“quote stuffing”*, le *“layering/spoofing”*, le *“momentum ignition”* et l'*“order anticipation”*.

Le *“quote stuffing”* est l'une des principales possibilités de manipulations offertes par le THF. Elle consiste,

¹ ESMA, *Consultation paper, “Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities”*, p. 10.

² <http://blogs.lecho.be/fairtrade/2013/01/les-valeurs-belges-sont-elles-manipul%C3%A9es.html#ixzz2fnuM3oYm>

deze techniek erin de koersen “op te pepen” door nutteloze orders te plaatsen en aldus de concurrentie te dwingen die te analyseren, met als gevolg dat die concurrentie vertraging oploopt. De orders, die worden genegeerd door het systeem dat ze plaatst, worden geannuleerd wanneer ze buiten de gunstigste aankoop/verkoopcombinaties vallen, maar inmiddels hebben zij een beslissende tijdwinst opgeleverd aan wie ze heeft geplaatst.

Layering/spoofing is een tweede techniek die eigen is aan HFT, en die de financiële markten kan destabiliseren. Het gaat om een strategie “die erin bestaat druk uit te oefenen aan één kant van het orderboek via een massale uitgifte van orders aan aankoop- of verkoopzijde, met gebruikmaking van de gunstigste prijslimieten om de kans dat de orders tot uitvoering komen maximaal te beperken. Het aldus verstoorte evenwicht, dat soms versterkt wordt door de aanwezigheid van traders die op de kar springen omdat ze een op til zijnde verrichting menen te bespeuren, heeft voor gevolg dat de prijsvork verschuift. De *trader* verricht meteen tegenovergestelde transacties en annuleert vervolgens de oorspronkelijk ingevoerde orders. Deze strategie wordt meestal toegepast in heel korte tijdsbestekken en voor minieme winsten, om de aandacht van de regulator niet te trekken. De opbrengst hangt af van het aantal keren dat die ongeoorloofde praktijk herhaald wordt” (vertaling)³.

Momentum ignition is de derde specifieke vorm die *high frequency trading* kan aannemen met het oogmerk de markt te manipuleren. Deze praktijk bestaat in “het invoeren van orders in één enkele richting, om andere actoren aan te trekken en ertoe aan te zetten hetzelfde te doen en een prijssturing te veroorzaken. Samengevat komt het er gewoon op neer een ultrakortetermijn-luchtbel te creëren of mee op te blazen in de hoop investeerders aan te trekken, en vervolgens die positie los te laten. Deze dynamiek kan slechts in gang worden gezet omdat het algoritme de markt grondig kan afspeuren, voorbij informatie over louter kwantiteit en prijs, en omdat het ook onderliggende trends kan opsporen” (vertaling)⁴.

Order anticipation is een “strategie die gebruik maakt van de nieuwe technieken om de via HFT vrijgekomen marktgegevens te analyseren en er razendsnel op te reageren (onder meer via *flash orders*). Het betreft hoofdzakelijk ping orders (testorders) en *immediate-or-cancel orders* (binair orders), waarbij de order onverwijld wordt uitgevoerd in de mate dat er volume beschikbaar is, of geannuleerd zo er geen volume beschikbaar is. Het is

comme son nom l’indique, à bourrer la cote d’ordres inutiles une cotation pour contraindre la concurrence à les analyser et donc, à les ralentir. Ces ordres, qui sont ignorés par le système qui les émet, sont annulés lorsqu’ils sont en dehors des meilleurs couples achats/ventes, conférant ainsi un avantage temporel décisif à leur émetteur.

Le “*layering/spoofing*” est la deuxième technique caractéristique du THF potentiellement déstabilisatrice pour les marchés financiers. Il s’agit d’une “Stratégie qui consiste à exercer une pression d’un côté du carnet d’ordres via une émission massive d’ordres à l’achat ou à la vente, ce aux meilleures limites de prix pour diminuer au maximum le risque d’exécution. En conséquence de ce déséquilibre, parfois renforcé par la présence de traders suiveurs croyant déceler une opération imminente, la fourchette de prix se décale. Aussitôt, le trader opère une passation d’ordres en sens inverse et procède à l’annulation subséquente des ordres entrés dans le sens initial. Le plus souvent, cette stratégie est utilisée sur des laps de temps très réduits et pour des gains infimes, ce afin de ne pas attirer l’attention du régulateur. Le profit dégagé est fonction de la répétition du stratagème illicite”³.

Le “*momentum ignition*” est la troisième forme particulière que peut revêtir la stratégie du *trading* à haute fréquence à des fins de manipulation de marché. Cette pratique “consiste en la passation d’ordres dans un seul et même sens, afin d’attirer et d’inciter les autres intervenants à faire de même et provoquer un mouvement directionnel de prix. Synthétiquement, il ne s’agit ni plus ni moins que de créer ou d’accompagner une bulle de très court terme en espérant attirer des investisseurs puis de déboucler la position. Le déclenchement de cette dynamique n’est possible que parce que l’algorithme peut sonder le marché en profondeur, au-delà des seules données de quantité et de prix, et détecter les tendances sous-jacentes”⁴.

L’“*order anticipation*” est une “Stratégie qui utilise les nouvelles possibilités d’analyse et de réaction ultra-rapide aux données de marché offertes par le HFT (notamment par les ordres *flash*). Il s’agit essentiellement des ordres test (*ping order*), ordre binaire (*immediate-or-cancel order*), exécuté immédiatement en cas d’existence de liquidité ou annulé instantanément à défaut de liquidité. Le but est, par l’envoi d’ordres

³ Stéphane DANIEL, “*Trading haute fréquence et manipulation de cours*”, RTDF n° 3 – 2012, blz. 55.

⁴ *Idem*.

³ Stéphane DANIEL, “*Trading haute fréquence et manipulation de cours*”, RTDF n° 3 – 2012, p. 55.

⁴ Stéphane DANIEL, “*Trading haute fréquence et manipulation de cours*”, RTDF n° 3 – 2012, p. 55.

de bedoeling de intenties en strategieën van de overige traders op het spoor te komen en hen bij de transacties een stapje voor te zijn. Men tracht met andere woorden grootschalige “verborgen” aan- of verkooporders (*iceberg orders*) op de markt te detecteren, waarna men erop anticipeert door als eerste een gelijksoortige markttransactie uit te voeren om zich vervolgens als de enige beschikbare tegenpartij voor te doen en uiteindelijk, heel uitgekend, over te gaan tot de omgekeerde transactie met die koper of verkoper” (vertaling)⁵.

Die vier marktmanipulatietechnieken hebben dus allemaal gemeen dat de HFT-actoren in staat zijn een aanzienlijk ordervolume nagenoeg in *real time* te annuleren of te wijzigen. Het is dan ook hoegenaamd geen verrassing dat het aantal orders dat op NYSE Euronext Brussels wordt geannuleerd, de voorbije jaren almaar gestegen is. Vandaag is het aantal orders negen keer hoger dan het aantal orderuitvoeringen, terwijl nog geen tien jaar geleden er amper twee orders waren voor elke orderuitvoering⁶.

De ontsparingen als gevolg van HFT gaan verder dan de hierboven beschreven marktmanipulatietechnieken. In het zog van HFT duiken andere risico's en gevaren op die de financiële stabiliteit kunnen bedreigen.

In de eerste plaats lokt HFT speculatief gedrag uit. De vraag rijst in hoeverre een praktijk waarbij in enkele milliseconden duizenden effecten worden aangekocht en/of verkocht, bijdraagt tot de reële economie. In plaats dat een dergelijke praktijk de fundamentele waarde van een effect zou weerspiegelen, vergroot zij alleen de volatiliteit ervan. HFT verstevigt dus de greep van de financiële sector op de reële economie, maar zorgt er tegelijkertijd voor dat beide uit elkaar groeien. Bijgevolg heeft die praktijk geen gunstige impact op de financiële markten, net zo min als op de reële economie.

HFT dreigt eveneens de billijke mededinging op de financiële markten onderuit te halen. Door de HFT-actoren immers een snellere toegang tot de markten en de financiële informatie te waarborgen, bevoordelen de gereguleerde beurzen de HFT-traders ten nadele van de “meer traditionele” beleggers, waardoor op het vlak van de informatie een discrepantie ontstaat.

De jongste jaren zijn heel wat zaken aan het licht gekomen waarbij bevoorrechte toegang tot informatie werd verkregen; dat was onder meer het geval voor de maandelijkse statistieken over de evolutie van de

isolés, de deviner les intentions et les stratégies des autres intervenants et de les devancer dans la réalisation des négociations. Il est dès lors possible de détecter la présence d'un important intérêt acheteur ou vendeur sur le marché (*iceberg order*), de l'anticiper en opérant une première transaction de même sens sur le marché, de se placer en situation de seule contrepartie disponible, puis d'intervenir opportunément pour réaliser une transaction en sens contraire avec ce vendeur ou acheteur.”⁵

On remarque donc que ces quatre techniques de manipulation de marché ont pour dénominateur commun la capacité des acteurs du THF d'annuler ou de modifier d'une façon quasi instantanée un volume d'ordres considérable. Il n'est dès lors pas surprenant de constater que la quantité d'ordres annulée sur le NYSE Euronext Brussels a considérablement augmenté ces dernières années. Aujourd'hui, le nombre d'ordres est neuf fois plus élevé que leur exécution alors que, il y a peine 10 ans, on dénombrait à peine deux ordres pour une exécution⁶.

Les dérives induites par le THF ne se limitent pas aux seules techniques de manipulation du marché que nous avons décrites ci-dessus. Le THF charrie dans son sillage d'autres risques et dangers potentiels pour la stabilité financière.

Pour commencer, le THF encourage les comportements spéculatifs. On peut s'interroger sur l'utilité pour l'économie réelle d'une pratique qui consiste à acheter et/ou vendre des milliers de titres en l'espace de quelques millièmes de seconde. Loin de révéler la valeur fondamentale d'un actif financier, elle en augmente au contraire la volatiliteit. Le THF renforce donc la mainmise de la finance sur l'économie réelle et participe dans le même temps à leur déconnexion respectives. En conséquence, cette pratique n'apporte rien de bénéfique aux marchés financiers pas plus qu'à l'économie réelle.

Le THF fait également planer une menace sur l'équité des marchés financiers. En effet, en garantissant aux acteurs du THF un accès plus rapide aux marchés et à l'information financière, les bourses régulées favorisent ceux-ci au détriment des investisseurs que l'on qualifiera de plus traditionnels, créant ainsi une asymétrie au niveau de l'information.

De nombreuses affaires, impliquant un accès privilégié à l'information financière, ont éclaté ces dernières années. Citons ainsi: l'accès privilégié aux statistiques mensuelles relatives à l'évolution du chômage aux

⁵ *Idem*.

⁶ <http://blogs.lecho.be/fairtrade/2013/09/9-fois-plus-dordres-annul%C3%A9s-quex%C3%A9cut%C3%A9s.html>

⁵ *Ibidem*.

⁶ <http://blogs.lecho.be/fairtrade/2013/09/9-fois-plus-dordres-annul%C3%A9s-quex%C3%A9cut%C3%A9s.html>

werkloosheid in de Verenigde Staten of over het indexcijfer dat het consumentenvertrouwen weerspiegelt, opgesteld door de universiteit van Michigan⁷.

HFT werkt dus handel met voorkennis in de hand, “voorkennis 2.0” als het ware, aangezien gebruik wordt gemaakt van de nieuwste informatie- en communicatietechnologieën.

Als gevolg van de ordervolumes die via dergelijke algoritmen in een mum van tijd worden verwerkt, is HFT bovendien een technische uitdaging van formaat voor de marktinfrastructuur. Een te omvangrijk ordervolume zou het informaticanetwerk grondig kunnen verstoren, met alle gevolgen van dien voor de economie.

Tot slot maken de ondoorzichtigheid, de snelheid en de frequentie waarmee de HFT-operatoren te werk gaan, het toezicht op de markten door de nationale toezichthouder bijzonder moeilijk. Zeer veelzeggend zijn in dat opzicht de verklaringen van de voorzitter van de *Autorité des marchés financiers* (AMF), de Franse tegenhanger van de FSMA, over de moeilijkheden die HFT doet rijzen voor de toezichtinstantie: “*Il nous faut plusieurs mois d’analyse pour démontrer une manipulation de cours faisant appel à des techniques de trading traditionnelles sur quelques minutes, alors combien nous faudra-t-il de temps pour démontrer d’éventuelles manipulations liées à des techniques de trading à haute fréquence sur plusieurs semaines ou plusieurs mois et sur plusieurs marchés?*”⁸.

De risico’s die met HFT gepaard gaan, zijn jammer genoeg niet alleen theoretisch. De beruchte *flash crash* van 6 mei 2010 op de *New York Stock Exchange* (NYSE) is het beste voorbeeld van de schade die HFT potentieel kan aanrichten.

De *Dow Jones Industrial Average* is die dag in een tijdspanne van 10 minuten eerst met 998,52 punten gezakt en vervolgens met 600 punten gestegen. Sindsdien zijn er op de financiële markten ontelbare *flash crashes* geweest.

3. Denkplaatjes om het probleem aan te pakken

Verschillende internationale organisaties hebben op grond van die vaststelling aanbevelingen geformuleerd met het oog op de uitwerking van een reglementair kader dat de kwalijke gevolgen van HFT kan beperken. Verschillende van die organisaties, zoals de *International*

⁷ <http://lechoblogs.typepad.com/fairtrade/page/2/>

⁸ <https://www.easybourse.com/bourse/financieres/article/20627/lamf-pense-a-interdire-le-trading-a-haute-frequence.html>

États-Unis ou à l’indice de confiance des consommateurs de l’Université de Michigan⁷.

Le THF rend donc possible l’émergence de délits d’initiés que l’ont pourrait qualifier de “2.0” car ces derniers reposent sur l’utilisation des nouvelles technologies de l’information et de la communication.

De plus, en raison des volumes d’ordres passés par ces algorithmes dans un laps de temps très court, le THF représente un défi technique considérable pour les infrastructures de marché. Un afflux trop important d’ordres pourrait entraîner une panne informatique et avoir des conséquences néfastes pour l’économie.

Enfin, l’opacité, la rapidité ainsi que la fréquence auxquelles opèrent les acteurs du THF rend particulièrement difficile la surveillance des marchés par le superviseur national. Les propos, tenus par le président de l’Autorité des marchés financiers (AMF), l’équivalent français de la F.S.M.A, sur les difficultés que posent aux organes de contrôle le THF, sont à cet égard particulièrement révélateurs “*Il nous faut plusieurs mois d’analyse pour démontrer une manipulation de cours faisant appel à des techniques de trading traditionnelles sur quelques minutes alors combien nous faudra-t-il de temps pour démontrer d’éventuelles manipulations liées à des techniques de trading à haute fréquence sur plusieurs semaines ou plusieurs mois et sur plusieurs marchés?*”⁸.

Malheureusement, les risques liés au THF ne sont pas seulement théoriques. Le désormais célèbre krach éclair, qui a éclaté le 6 mai 2010 sur le *New York Stock Exchange* (NYSE), constitue la meilleure illustration des dégâts que peut potentiellement engendrer le THF.

Ce jour-là, l’indice *Dow Jones Industrial Average* a perdu 998,52 points avant de regagner 600 points, et ce en l’espace de 10 minutes. Depuis lors, les krachs éclairs n’ont cessé de se multiplier sur les marchés financiers.

3. Possibilités envisagées pour faire face au problème

C’est sur base de ce constat que plusieurs organisations internationales ont émis une série de recommandations visant à élaborer un cadre réglementaire à même de limiter les effets pervers du THF. Plusieurs d’entre elles, à l’instar de l’Organisation Internationale

⁷ <http://lechoblogs.typepad.com/fairtrade/page/2/>

⁸ <https://www.easybourse.com/bourse/financieres/article/20627/lamf-pense-a-interdire-le-trading-a-haute-frequence.html>

Organization of Securities Commissions (IOSCO) en het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB), wijzen aldus met aandrang op de noodzaak de annuleringen of de wijzigingen van orders binnen een halve seconde nadat ze werden geplaatst, te belasten⁹. Zoals hierboven werd aangegeven, vormen die massale annuleringen en wijzigingen van beursorders, nagenoeg onmiddellijk na de plaatsing van de oorspronkelijke order, de kern van de strategieën die de HFT-actoren hanteren.

Italië en Frankrijk hebben gevolg gegeven aan die aanbevelingen en hebben al een wettekst aangenomen die de annulering of de wijziging belast van een beursorder die binnen een halve seconde na de plaatsing van de oorspronkelijke order wordt gedaan.

De Europese instanties zijn zich bewust van de risico's en van de mogelijke uitwassen van HFT en hebben zich ook over die problematiek gebogen. Zo heeft de ESMA een ruim onderzoek ingesteld naar *high frequency trading*. Ook de Europese Commissie schijnt beducht te zijn voor die techniek, aangezien de toekomstige herzieningen van de MAD- en MiFID-richtlijnen bepalingen zullen bevatten die uitdrukkelijk HFT beogen.

De zopas door de Europese Raad en het Europees Parlement aangenomen MiFID II-richtlijn verplicht de van HFT gebruik makende ondernemingen ertoe te zorgen voor "zekeringen", om te voorkomen dat het doldraaien van de verrichtingen brutale dalingen of zelfs *crashes* veroorzaakt op de financiële markten. Bovendien zullen de gebruikte algoritmen aan een hele reeks van testen worden onderworpen en zullen ze moeten worden toegestaan door de bevoegde overheden. Tot slot zullen de orders en de annulering ervan moeten worden geregistreerd, zodat ze in voorkomend geval door de bevoegde overheden kunnen worden onderzocht.

4. Doelstellingen van het wetsvoorstel

Aangezien HFT risico's inhoudt, tot ontspringen kan leiden en bovendien funest is voor de reële economie, beogen de indieners van dit wetsvoorstel die praktijk te reglementeren.

Dit wetsvoorstel heeft tot doel de verbreiding van hoogfrequente handel op de Belgische financiële markten te beperken.

⁹ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>, http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/ESRB_response_to_ESMA_consultation_high_frequency_trading.pdf?0e9628a7d7a9bd871dd9d07913f97b1b

des Commissions de Valeurs (O.I.C.V) ou du Conseil Européen du risque systémique (C.E.R.S), insistent ainsi sur la nécessité de taxer les annulations ou modifications d'ordres qui ont lieu dans la demi-seconde suivant leur passage⁹. Ces annulations ou modifications massives d'ordres boursiers ayant lieu presque instantanément après le passage de l'ordre initial sont, comme nous venons de le voir, au cœur des stratégies déployées par les acteurs du THF.

Suivant ces recommandations, l'Italie et la France ont d'ores et déjà adopté un texte législatif visant à taxer l'annulation ou la modification d'un ordre boursier qui intervient dans la demi-seconde suivant le passage d'ordre initial.

Les instances européennes, conscientes des risques et dérives potentiels induits par le THF, se sont également saisies de cette problématique. L'E.S.M.A a ainsi lancé une large consultation sur le *trading* haute fréquence. La Commission européenne semble également nourrir certaines craintes face à cette technique puisque les futures révisions des directives MAD et MIFID intégreront des dispositions visant expressément le THF.

La directive MIFID 2, qui vient d'être adoptée par le Conseil et le Parlement européen, impose aux sociétés qui ont recours au THF de mettre en place des "coupe-circuit" pour éviter que l'emballement des transactions n'ait pour effet de provoquer des baisses brutales, voire des kracks sur les marchés financiers. En outre, les algorithmes utilisés seront soumis à une batterie de tests et devront être autorisés par les autorités compétentes. Enfin, les ordres et leur annulation devront être enregistrés pour pouvoir être examinés, le cas échéant, par les autorités compétentes.

4. Objectifs de la proposition de loi

Considérant les risques et possibilités de dérives causés par le THF et face à une pratique qui est néfaste pour l'économie réelle, les auteurs de la présente proposition de loi entendent règlementer le THF.

La présente proposition de loi a pour objectif de limiter l'expansion du trading haute fréquence sur les marchés financiers belges.

⁹ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>, http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/ESRB_response_to_ESMA_consultation_high_frequency_trading.pdf?0e9628a7d7a9bd871dd9d07913f97b1b

De verwezenlijking van die doelstelling berust op de aanneming van een fiscale regeling die ertoe strekt annuleringen of wijzigingen van beursorders die plaatsvinden binnen een halve seconde na de oorspronkelijke order, te belasten. Concreet betekent een en ander dat, als de ratio tussen de het aantal geannuleerde of gewijzigde orders (die plaatshebben binnen een halve seconde na de oorspronkelijke order) en het aantal geplaatste orders een bepaalde minimumwaarde overschrijdt, de HFT-operatoren zullen worden belast tegen 0,02 % van het verschil tussen de waargenomen ratio en die minimumwaarde.

Die heffing is erop gericht de marktmanipulatiestrategieën op grond van massale orderannuleringen of -wijzigingen aanmerkelijk minder voordelig te maken, en derhalve het nut ervan te beperken.

Voorts zullen daarmee de met HFT gegenereerde winsten, en dus de verbreiding van de HFT-techniek op de financiële markten, kunnen worden teruggedrongen.

Tot slot vormt die aanpak een aanvulling op die welke de MiFID II-richtlijn voorstaat.

TOELICHTING BIJ DE ARTIKELEN

Artikel 1

Dit artikel behoeft geen commentaar.

Art. 2

Alle transacties in contanten, alsmede de transacties in verband met derivaten op de georganiseerde markten (bijvoorbeeld de aan- en verkoop van aandelen of obligaties, maar ook “*futures*” of opties op aandelen, valuta, goederen of interestvoeten) zijn aan de heffing onderworpen, op voorwaarde dat ze worden verricht op een Belgische gereglementeerde markt.

De transacties in verband met OTC-derivaten die betrekking hebben op aandelen, valuta, goederen of rentevoeten vallen eveneens onder de heffingsgrondslag.

Art. 3

Dit artikel strekt ertoe te voorkomen dat de buiten de Belgische grenzen gevestigde operatoren die overgaan tot hoogfrequente handel op een Belgische gereglementeerde markt, die heffing zouden ontlopen. De meeste van de ondernemingen die deze technologie gebruiken, zijn immers buiten het nationale grondgebied gevestigd.

La réalisation de cet objectif repose sur l'adoption d'un dispositif fiscal visant à taxer l'annulation ou la modification d'ordres boursiers survenant dans la demi-seconde suivant le passage de l'ordre initial. Concrètement, si le ratio entre le nombre d'ordres annulés ou modifiés (se produisant dans la demi-seconde du passage de l'ordre initial) et le nombre d'ordres passés dépasse un certain seuil, alors les établissements de THF seront imposés à hauteur de 0,02 % de la différence entre le ratio observé et ce seuil.

Cette fiscalisation a pour but de rendre nettement moins avantageuses les stratégies de manipulation de marché basées sur des annulations ou modifications massives d'ordres et donc d'en limiter l'utilité.

En outre, elle permettra également de réduire les bénéfices générés par le THF et donc son expansion sur les marchés financiers.

Enfin, cette approche est complémentaire à celle retenue par la directive MIFID 2.

COMMENTAIRE DES ARTICLES

Article 1^{er}

Cet article n'appelle aucun commentaire.

Art. 2

Toutes les transactions au comptant et les transactions sur produits dérivés sur les marchés organisés, comme par exemple les achats et ventes d'actions ou de titres obligataire ou encore les “*futures*” et options sur action, devises, marchandises ou taux d'intérêts sont soumises à la taxe, à conditions que celles-ci soient effectuées sur un marché réglementé belge.

Rentrent également dans la base imposable les transactions sur produits dérivés OTC portant sur des actions, devises, marchandises ou taux d'intérêts.

Art. 3

L'objectif de cet article est d'éviter que les opérateurs, établis en dehors des frontières de la Belgique procédant à du *trading* à haute fréquence, sur un marché organisé belge, n'échappent à cette taxe. En effet, la majorité des entreprises qui utilisent cette technologie sont établies en dehors du territoire national.

Art. 4 en 5

Deze artikelen behoeven geen commentaar.

Art. 6

De heffingsgrondslag is gelijk aan het aantal geannuleerde en gewijzigde orders die de drempel overschrijden, vermenigvuldigd met de eenheidswaarde van het effect, die overeenstemt met het daggemiddelde.

Art. 7

Dit artikel behoeft geen commentaar.

Art. 4 et 5

Ces articles n'appellent aucun commentaire.

Art. 6

La base de taxation est égale au nombre d'ordres annulés et modifiés qui excèdent le seuil, multiplié par la valeur unitaire du titre qui correspond à sa moyenne calculée sur la journée.

Art. 7

Cet article n'appelle aucun commentaire.

Alain MATHOT (PS)
Ahmed LAAOUEJ (PS)
Stéphane CRUSNIÈRE (PS)
Paul-Olivier DELANNOIS (PS)

WETSVOORSTEL

HOOFDSTUK 1

Algemene bepaling

Artikel 1

Deze wet regelt een aangelegenheid als bedoeld in artikel 74 van de Grondwet.

HOOFDSTUK 2

Definities en toepassingsgebied

Art. 2

Voor de uitvoering en de toepassing van deze wet wordt verstaan onder:

1° “*high frequency trading-verrichting*”: elke handelsactiviteit die tot stand komt op basis van een computeralgoritme dat automatisch de verzending bepaalt van achtereenvolgende beursorders in een tijdsinterval kleiner of gelijk aan een halve seconde, alsook de wijziging of annulering van een beursorder in hetzelfde tijdsinterval; worden niet bedoeld bij deze definitie: systemen die worden gebruikt om de omstandigheden voor de uitvoering van orders te optimaliseren, om orders naar een of meer handelsplatforms te leiden of ter bevestiging van orders;

2° “*derivaten*”: instrumenten waarvan de waarde afhangt van de evolutie van de prijs of de waarde van een onderliggend actief;

3° “*onderliggend actief*”: een financieel instrument of effect waarop een optie, een inschrijvingsbon, een termijnovereenkomst (*future*) of, meer algemeen, ongeacht welk afgeleid product, met name *warrants*, certificaten en *trackers*, betrekking heeft;

4° “*Belgische gereguleerde markt*”: markt in de zin van artikel 2, 5, van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.

Art. 3

Onder de heffing op *high frequency trading* valt elke contante *high frequency trading-verrichting* op afgeleide producten die plaatsvindt op een Belgische gereguleerde markt.

PROPOSITION DE LOI

CHAPITRE PREMIER

Disposition généraleArticle 1^{er}

La présente loi règle une matière visée à l'article 74 de la Constitution.

CHAPITRE 2

Définitions et champ d'application

Art. 2

Pour l'exécution et l'application de la présente loi, on entend par:

1° “*opération à haute fréquence*”: toute activité de négociation générée à partir d'un algorithme informatique qui détermine de manière automatique l'envoi d'ordres boursiers successifs dans un intervalle de temps inférieur ou égal à la demi seconde, de même que la modification ou l'annulation d'un ordre boursier dans le même intervalle de temps; ne sont pas visés par la présente définition les systèmes utilisés aux fins d'optimiser les conditions d'exécution d'ordres ou d'acheminer des ordres vers une ou plusieurs plateformes de négociation ou pour confirmer des ordres;

2° “*produits dérivés*” des produits dont la valeur dépend de l'évolution du prix ou de la valeur d'un actif sous-jacent;

3° “*actif sous-jacent*”, un produit ou un titre financier sur lequel porte une option, un bon de souscription, un contrat à terme (*future*) et plus largement un produit dérivé quel qu'il soit, notamment les *warrants*, certificats, *trackers*;

4° *marché réglementé belge*: marché au sens de l'article 2, 5, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

Art. 3

Est soumise à la taxe sur le *trading* haute fréquence toute opération à haute fréquence au comptant sur des produits dérivés se produisant sur un marché réglementé belge.

HOOFDSTUK 3

Grond en opvorderbaarheid van de heffing

Art. 4

De heffing is verschuldigd op elke transactie, voor de helft door de verkoper en voor de helft door de koper.

Om dubbele heffing op internationaal vlak te voorkomen geldt een heffingsvrijstelling voor elke verrichting die daadwerkelijk in het buitenland werd belast, conform een met deze wet vergelijkbare reglementering met betrekking tot de grondslag, de tarieven, de onderworpenen en de plaats van de belastbare verrichting. Die vrijstelling mag niet meer bedragen dan 50 % als één van de partijen in België is gevestigd. Als beide partijen in België zijn gevestigd, geldt geen enkele vrijstelling. Op basis van die criteria stelt de Koning de lijst op van verrichtingen die worden vrijgesteld om dubbele heffing te voorkomen.

Art. 5

De heffing is verschuldigd op het moment van de inning van de betaling of op het moment van de afrekening.

HOOFDSTUK 4

Tarief en heffingsgrondslag

Art. 6

De heffing is gelijk aan 0,02 % van het bedrag van de geannuleerde of gewijzigde orders met betrekking tot *high frequency trading*-verrichtingen.

CHAPITRE 3

Fait générateur et exigibilité de la taxe

Art. 4

La taxe est due à chaque transaction, pour moitié dans le chef du vendeur et pour moitié dans le chef de l'acheteur.

En vue d'éviter les doubles taxations sur le plan international, est exemptée de la taxe l'opération effectivement taxée à l'étranger, conformément à une réglementation similaire à la présente loi en ce qui concerne l'assiette, les taux, les assujettis et le lieu de l'opération taxable. Cette exemption ne peut être supérieure à 50 % lorsque l'une des parties est établie en Belgique. Aucune exemption ne s'applique lorsque les deux parties sont établies en Belgique. Sur la base de ces critères, le Roi établit la liste des opérations exemptées en vue d'éviter la double imposition.

Art. 5

La taxe est due au moment de la perception du paiement ou au moment du décompte.

CHAPITRE 4

Taux et base imposable

Art. 6

La taxe est égale à 0,02 % du montant des ordres annulés ou modifiés portant sur des opérations à haute fréquence.

HOOFDSTUK 5

Heffingsplichtigen

Art. 7

De heffing op *high frequency trading* is verschuldigd door degene voor wiens rekening de orders worden gegeven.

30 juni 2014

CHAPITRE 5

Les redevables

Art. 7

La taxe sur le *trading* haute fréquence est due par le sujet pour le compte duquel les ordres sont passés.

30 juin 2014

Alain MATHOT (PS)
Ahmed LAAOUEJ (PS)
Stéphane CRUSNIÈRE (PS)
Paul-Olivier DELANNOIS (PS)