

# Fondsbørsen over- skred fartgrænse

**AKTIEHANDEL:** De almindelige investorer blev taberne, da hastigheden på Nasdaq OMX Nordic tilbage i 2010 blev sat op, viser en prisvindende undersøgelse.



ALEXANDER  
BITSCH

alexander.bitsch@jip.dk

Det er blevet billigere for investorerne at handle aktier i Norden.

Sådan har det flere gange lydt fra Nasdaq OMX Nordic i de seneste år, men det kan være en sandhed med modifikation, viser en undersøgelse af handlen med aktierne i Nasdaq OMX Nordic 40-indekset.

Undersøgelsen viser, at det i en periode blev dyrere for almindelige investorer at handle de 40 aktier i indekset, der bl.a. tæller danske aktier som Danske Bank, Novo Nordisk og Vestas, da Nasdaq OMX Nordic indførte et nyt handelssystem, som gjorde det muligt at handle hurtigere. Den højere hastighed førte til et salgsmål mellem de hurtigste investorer, og i dette spil blev de almindelige investorer taberne.

»Det var et resultat, der overraskede mig, for mange andre studier – inklusive ét af mine egne – har vist, at automatiseringen og overgangen til elektronisk handel har gjort markederne mere effektive og gjort det billigere at handle,« siger Albert J. Menkveld i et interview med Morgenavisen Jyllands-Posten.

Han er en anerkendt professor i finansiering på Duisenberg School of Finance ved VU University Amsterdam i Holland og fungerer bl.a. som rådgiver for den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, ESMA. Han har lavet flere undersøgelser af den såkaldte højfrekvenshandel, der gør det muligt at handle værdipapirer på brøkdele af et sekund ved hjælp af kraftfulde computere og hurtig adgang til børsernes handelsservere.

## Overraskende resultat

Den højfrekvente handelsindtog på de finansielle markeder førte til kritik fra nogle markedsdeltagere, som mente, at den nye handelsform bl.a. gjorde det sværere at handle. Albert J. Menkveld satte gang i undersøgelsen pga. af forlydender om, at selv nogle højfrekvenshandlere var begyndt at få problemer.

Sammen med én af sine studerende lavede Albert J. Menkveld først en teoretisk model, der viste, at det ville skade, hvis hastigheden blev sat for meget op. For at teste deres model i virkeligheden brugte de data fra Nasdaq

OMX Nordic, hvor de undersøgte handlen i tre måneder før og efter opgraderingen af handelssystemet.

»Det er godt for markedet, at markedet er blevet elektronisk, og at hastigheden er blevet sat op, men undersøgelsen viser, at når hastigheden kommer over en vis grænse, skader det de almindelige investorer. Det kan være blevet værre siden, fordi højfrekvenshandlere fylder mere i dag end tidligere, men her er der tale om en formodning,« siger Albert J. Menkveld.

Undersøgelsen med navnet "Need for Speed? Exchange Latency and Market Quality," blev i april belønnet med en pris af den amerikanske forening Eastern Finance Association.

## En kamp

Nasdaq OMX Nordic indførte i februar 2010 et nyt handelssystem, INET, der gjorde det muligt at handle hurtigere. Den såkaldte latency – der groft sagt er den tid, det tager at få eller sende ordrer til børsen – blev i forbindelse med opgraderingen reduceret fra 2,5 millisekunder til 0,25 millisekunder. Til sammenligning varer et blink med øjet mellem 100 og 400 millisekunder.

Men i stedet for at gøre markedet bedre og billigere resulterede opgraderingen ifølge undersøgelsen i, at forskellen mellem bud- og salgsprisen på aktierne blev større. Forskellen mellem bud- og salgspris bliver kaldt spreadet, og ifølge undersøgelsen blev det øget med 32 pct. for højfrekvenshandlere i tiden efter opgraderingen og med 7 pct. for alle markedsdeltagere.

Årsagen til det større spread var ifølge undersøgelsen,

## INVEST

### Højfrekvenshandel

Højfrekvenshandel udgør i dag mellem 10 og 15 pct. af omsætningen på Nasdaq OMX København.

Ved hjælp af hurtige forbindelser og computere kan højfrekvenshandlere reagere på informationer eller bevægelser i markedet på brøkdele af et sekund. Handelsformen har været særdeles omdiskuteret i USA:

■ Kritikerne mener, at højfrekvenshandel bl. a. fører til støj på markedet, at det kan være svært at gennemføre ordrer til de forventede priser, og at der er kommet større udsving.

■ Fortalerne fremhæver bl.a., at det såkaldte spread er blevet indsnævret, hvilket har gjort det billigere at handle med aktier, og at højfrekvenshandel bidrager med likviditet.

sen, at den højere hastighed på børsen førte til en form for slagsmål imellem de forskellige højfrekvenshandlere.

Kampen resulterede i, at nogle højfrekvenshandlere skruede op for spreadet for at undgå at tabe penge til de spekulative højfrekvenshandlere. Disse højfrekvenshandlere bliver i undersøgelsen omtalt som højfrekvensbanditter.

»Når hastigheden bliver sat op, er det mere sandsynligt, at de spekulative højfrekvenshandlere vinder kampen. De højfrekvenshandlere, der fungerer som market makers ved at stille priser i aktierne, kan ikke følge med, og derfor blev de nødt til at øge spreadet for ikke at tabe, og det går ud over de almin-

delige investorer. Jeg har ikke undersøgt, hvor hastighedsgrænsen går, men det vil være en god idé at finde ud af det,« siger Albert J. Menkveld, der peger på, at der kan være mange penge på spil.

### Små marginaler

»Der er tale om meget små marginaler. For den enkeltbetyder det ikke, at man mister sin pension, men hvis man ganger det op til alle markeder, kan det være et ret stort tal,« siger Albert J. Menkveld.

Carsten Tanggaard, der er professor i finansiering på Aarhus Universitet, kalder undersøgelsen interessant.

»Undersøgelsen er et vigtigt bidrag, og den er én af de første, der viser, at vi er ved at nå grænsen for, hvad der er fornuftigt med hensyn til hastighed. Men handelsomkostningerne er relativt lave, så det betyder ikke noget, hvis man køber aktier og beholder dem i tre år,« siger Carsten Tanggaard, der dog mener, at de danske pensionselskaber skal tage undersøgelsen seriøst.

### Afviser forklaring

Københavns Fondsbørs, Nasdaq OMX København, forklarer bl.a. det øgede spread, som undersøgelsen viser, med tidspunktet for undersøgelsen. Derudover mener man fra Nasdaqs side, at man skal se på spreadet i en længere periode end seks måneder, og at spreadet blev øget inden selve opgraderingen. Derfor skal forklaringen på det øgede spread findes andre steder end i INET, lyder det.

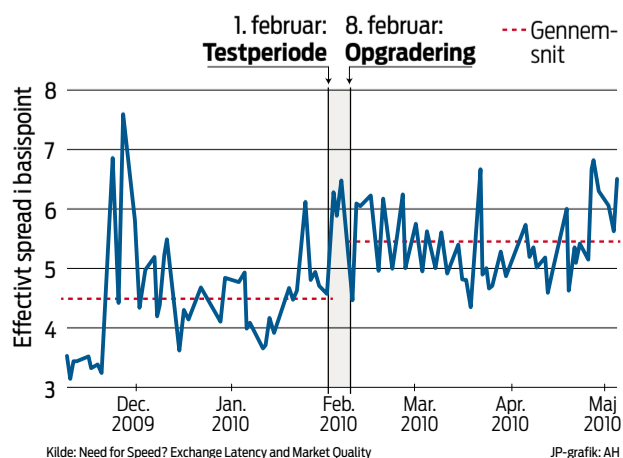
»Der var en pænt stor volatilitet i den periode, og det var sæsonen for årsregnskaber. Undersøgelsen ser kun på seks måneder, og når vi ser på udviklingen i C20, mid-cap og small cap, taler vores data sit tydelige sprog. Spreads er tæt på det laveste niveau nogensinde. Det er måske rigtigt, at spreadet for højfrekvenshandlere er blevet øget i tiden efter INET, men vi kan ikke se, at det har påvirket hele markedet. Jeg siger ikke, at undersøgelsen er forkert, men vores tal viser noget andet,« siger Bjørn Sibbern, adm. direktør i Nasdaq OMX København.

Albert J. Menkveld anerkender, at han kun har undersøgt en periode på seks måneder, men han står fast på undersøgelsens resultat.

»Jeg vil gerne udfordre Nasdaq til at komme med tal, der viser noget andet end vores undersøgelse, for vi har lavet meget grundige analyser,« siger han.

## Højere hastighed – større spread

Grafen viser, hvordan spreadet udviklede sig i tre måneder op til og efter opgraderingen af Nasdaqs handelssystem.





## Professor: Investorerne skal presse børserne

■ **Pensionselskaberne og almindelige investorer skal være opmærksomme på konsekvenserne af måden, aktiemarkedene udvikler sig på.**

**ALEXANDER BITSCH**

alexander.bitsch@jp.dk

Handlen på børserne har i de seneste år været inde i en rivende udvikling, hvor hastigheden er blevet banket i vejret og har gjort det muligt at handle aktier på brøkdele af et sekund. Men bliver hastigheden for høj, kan det skade mere end det gavner, viser en undersøgelse.

Undersøgelsen viser, at det er vigtigt, at investorerne forholder sig til udviklingen.

»Jeg lavede undersøgelsen, fordi det er vigtigt. Ikke kun ud fra akademisk nysgerrighed, men også for samfundet og folk, der bruger markedet til at spare op til senere tidspunkter. Vi er nødt til at lære brugerne af de finansielle markeder – pensionselskaber og private investorer – at de har en interesse i det, der foregår, og at ikke alt, hvad der sker, er godt,« siger Albert J. Menkveld, der professor i finansiering på Duisenberg School of Finance ved VU University Amsterdam i Holland.

### For høj hastighed

Han henviser til sin egen undersøgelse, der viser, at det blev dyrere at handle med nogle af de største aktier i Norden, efter at Nasdaq OMX Nordic opgraderede sit handelssystem og samtidig gjorde det muligt at handle hurtigere end tidligere.

Den højere hastighed førte nemlig til en kamp mellem de såkaldte højfrekvenshandlere, og taberne i det spil blev de langsomme investorer såsom pensionselskaber og almindelige investorer.

»Spreadet var lille til at begynde med, så der er tale om små forskelle, og folk skal nok få deres pension. Men

den volumen, der kommer igennem markederne, er enorm. Vi taber ved at skulle handle ved de højere hastigheder. Derfor er brugerne af de finansielle markeder nødt til at presse børserne,« siger Albert J. Menkveld.

### Optimal hastighed

Investorerne bør sætte spørgsmålstegn ved, hvorfor det skal være muligt at handle hurtigere, og få børserne til at fremlægge dokumentation for, at ændringerne, som de laver, er til gavn for dem.

»Børserne skal vise, at de har svarene og har fundet frem til den rette hastighed, og så skal konkurrencen virke, så markedet finder frem til den bedste model,« siger Albert J. Menkveld.

Carsten Tanggaard, der er professor i finansiering på Aarhus Universitet, mener, at pensionselskaberne skal forholde sig til undersøgelsens konklusioner.

»Det er pensionselskaberne, der fodrer det spil, som foregår mellem højfrekvenshandlerne på børsen. Jeg ved ikke, om de kan gennemskue, at det er dem, som betaler gildet, men de bør tage konsekvensen af det,« siger han.

Undersøgelsen viser, at handelsomkostningerne efter opgraderingen stadig var lave, så hvis man køber en aktie og beholder den i lang tid, betyder den lidt højere pris ikke noget.

»Men hvis man handler meget, så løber det op. Derfor bør pensionselskaberne handle mindre. Det vil også føre til et pres mod børsen,« siger Carsten Tanggaard.

I PFA Pension mener man dog ikke, at der er et problem.

»For langsigtede investorer som PFA har spreads væsentligt mindre betydning end for de meget kortsigtede investorer. Som langsigtet investor kan vi amortisere spreadet over en lang horisont i modsætning til de kortsigtede spekulanter,« siger Jesper Langmack, direktør i PFA Kapitalforvaltning.