

# »Jeg har aldrig været så bange i mit liv«

**THE FLASH CRASH:** For fem år siden styrtdykkede de amerikanske aktiemarkeder på få minutter. Læs historien om, hvordan en dansk spekulant var ved at tabe hele sin formue denne dag. Historien byder også på en opsigtsvækkende anholdelse og eksperter, der mener, at vi stadig ikke præcist ved, hvorfor markederne kollapsede.

## ALEXANDER BITSCH

alexander.bitsch@finans.dk

Dagen var ved at gå på hæld på den spanske sydkyst. Den succesfulde, danske spekulant Tom Hougaard åbnede en flaske vin. I stedet for at nyde udsigten ud over Middelhavet, besluttede han sig for at handle, for efter flere dage med fald på finansmarkederne var Tom Hougaard overbevist om, at stemningen ville vende.

»Jeg læste det som den sidste bølge nedad,« siger Tom Hougaard.

Han placerede derfor sine penge, så han ville tjene, hvis kurserne steg. Men markederne begyndte ikke at kravle opad. Pludselig skete der det, der ikke måtte ske, og som ingen i deres vildeste fantasi havde forestillet sig kunne ske. Kurserne blev banket ned, og på sin computerskærm kunne Tom Hougaard se, hvordan tabene blev større og større, hurtigere og hurtigere.

Efter kort tid var Tom Hougaard på papiret konkurs. Pulsens steg, og han begyndte at svede.

»Jeg har aldrig været så bange i mit liv. Det er det værste, jeg nogensinde har oplevet, og jeg blev ramt af vaskeægte angst. Alt det, jeg havde kæmpet for at opnå, blev taget fra mig. Alle mine drømme var væk,« siger Tom Hougaard.

Det, som Tom Hougaard oplevede den 6. maj for fem år siden, er det, man i dag kalder The Flash Crash. Flash crashet kostede nogle investorer en formue, mens andre tjente styrte på det, og alene af den grund har det helt frem til i dag tiltrukket sig interesse.

Flash crashet indledte samtidig en ophedet debat i USA om den såkaldte højfrekvenshandel, hvor computerprogrammer kan sende og annullere tusindvis af ordrer på splitsekunder.

Forklaringen på, hvad der skete under flash crashet, har ændret sig flere gange. Det har ført til kritik af de finansielle vagthunde. Senest har sagen trukket spor hele vejen til England. Men hvorfor det præcist skete, står stadig ikke helt klart, mener eksperter.

De finansielle markeder var særligt nervøse den 6. maj 2010. Grækenland var på randen af en statsbankerot, og hele fundamentet under euroen havde slået revner. Ud på efter-

middagen amerikansk tid var markederne allerede faldet med flere pct.

Det hele begyndte på børsen i Chicago, hvor der bliver handlet futures (finansielle kontrakter) omkring klokken 14.42 amerikansk tid.

Faldet spredte sig hurtigt fra futuresmarkedet til selve aktiemarkedet, og kort tid efter var det store aktieindeks Dow Jones faldet med ca. 6 pct. På kort tid forsvandt op imod en billion dollars som dug for solen. Det største fald nogensinde på én enkelt handelsdag.

Det var ikke kun det enorme kursfald, der var bemærkelsesværdigt. Investorerne forsvandt én efter én, og flere berettede efterfølgende om, at likviditeten forsvandt. Det svarer faktisk til, at selve markedet forsvinder. Kaos, med andre ord.

Det hele kunne følges på den amerikanske tv-station CNBC, hvor man i bunden af skærmen kunne følge udviklingen i Dow Jones-indekset. Men hvad tv-værterne ikke vidste, var, at de kommenterede "gamle" oplysninger.

Handelssystemerne var nemlig blevet overbelastede, så det var kun investorer med direkte adgang til markedsinformationer, der fik oplysninger om, hvor kurserne reelt var på dette tidspunkt.

## Gamle informationer

Almindelige investorer fik informationer, der i nogle tilfælde var over et minut forsinkede. Det gjaldt også kurserne på CNBC. Så mens skærmen viste, at markedet stadig faldt, havde det rent faktisk nået bunden og var på vej op.

På et tidspunkt blev aktier i store selskaber som Accenture og Proctor & Gamble samtidig handlet til én penny, mens andre selskaber blev handlet til over 100.000 dollars. pr. aktie. Forsinkelsen betød altså, at helt almindelige investorer risikerede at handle til helt forkerte priser.

Panikken bredte sig ud i alle afkroge af Tom Hougaards sind og krop, og han havde svært ved at fatte, hvad der rent faktisk skete. I hans desperation fik han ringet til en ven, der guidede ham igennem den voldsomme turbulens på markederne. Vennen var overbevist om, at det udsædvanlige udsving ville føre markederne tilbage til den tidligere top.

»Jeg valgte at tro på hans råd,« siger Tom Hougaard.

Kollapset på markederne blev først afværget, da børsen i Chicago stoppede al handel i fem sekunder. Efter den korte pause begyndte kurserne at stige, og 20 minutter senere lå markederne på nogenlunde samme niveau som inden flash crashet.

Mere end 5.000 km fra børsen i USA var Navinder Singh Sarao tidligere på dagen blevet kontaktet af børsen i Chicago. Fra sit hjem i udkanten af London, hvor han boede sammen med sin mor, havde Navinder Singh Sarao igennem en længere periode handlet på børsen i Chicago.

Børsen indskærpede denne dag over for ham, at han kun måtte lægge reelle ordrer ind i markedet. Han måtte ikke lægge ordrer ind, som han ikke havde intentioner om at gennemføre.

Henvendelsen forhindrede dog ikke Navinder Singh Sarao i at kunne sætte næsten 900.000 dollars ind på sin konto ved slutningen af dagen, og et par dage senere svarede han børsen, at »de kunne kysse hans røv«, og derefter fortsatte han med at handle. Mange år senere blev hans navn kendt i store dele af den finansielle sektor. Men det vender vi tilbage til.

Efter at støvet fra den vilde dag havde lagt sig, begyndte myndighederne at grave sig ned i, hvad der egentlig var sket. Den 30. september offentliggjorde Commodity Futures Trading Commission (CFTC) og Securities And Exchange Commission (SEC) en fælles rapport om hændelsen.

I rapporten på flere end 100 sider konkluderede myndighederne mere eller mindre, at flash crashet skyldtes én kapitalforvalter. Klokken 14.32 var kapitalforvalteren begyndt at sælge kontrakter på børsen i Chicago for en samlet værdi af 4,1 mia. dollars.

## Algoritme i frit løb

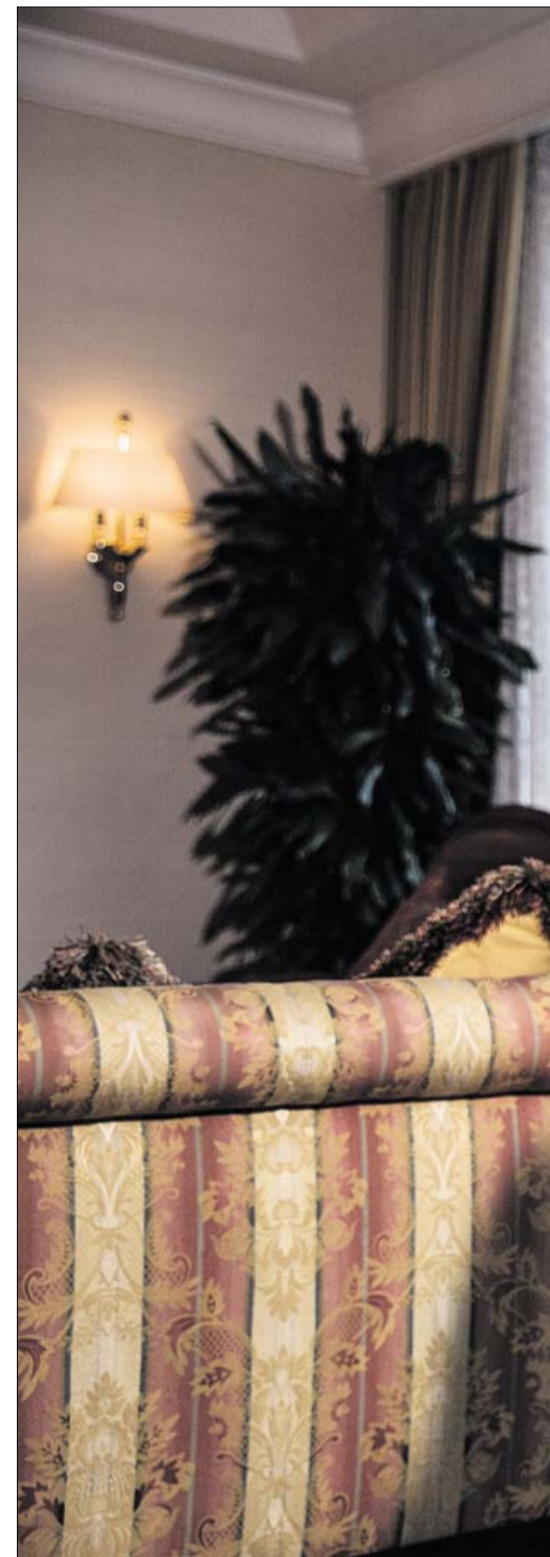
Kapitalforvalteren havde brugt et computerprogram, som automatisk udfører handlerne på en bestemt måde, en algoritme – som ikke tog højde for prisen, men kun mængden af ordrer – til at sælge de mange kontrakter, så algoritmen bragede løs, selv om markedet faldt, lød det fra myndighederne.

Senere kom det frem, at det var kapitalforvalteren Waddell & Reed med base i delstaten Kansas, som havde dummet sig gevaldigt og udløst kollapset pga. den dårlige algoritme.

Inden myndighederne havde offentliggjort deres rapport, havde en programmør i en forstad uden for storbyen Chicago sat gang i sin egen undersøgelse af flash crashet. Eric Scott Hunsader, der har firmaet Nanex, lever af at levere data fra de forskellige markedspladser rundt om i USA til sine kunder.

Eric Scott Hunsader fandt som den første frem til, at de almindelige investorer havde fået forsinket data den 6. maj, men samtidig fandt han nogle mærkelige handelsmønstre. Inden markederne styrtdykkede, havde nogen sprøjtet en enorm mængde ordrer af sted til børsen – de kom ifølge ham fra såkaldte højfrekvenshandlere, som han er en kritiker af.

»Systemerne var ikke blevet opgraderet i lang tid, og de mange ordrer fik det til at bryde sammen. I takt med at systemet blev overbelastet, trak flere og flere markedsdeltagere sig, og til sidst var der kun nogle få tilbage,« sagde Eric Scott Hunsader i et interview med



Jyllands-Posten. Hans research viste senere, at Waddell & Reed ikke var årsagen til flash crashet. Algoritmen havde ikke handlet som en sindssyg, mens markederne faldt. Den havde faktisk holdt en pause.

En af forklaringerne på de forskellige konklusioner er, at man i Nanex havde set på data helt ned til et splitsekund, mens myndighederne ikke havde zoomet så langt ind.

Eric Scott Hunsader er overbevist om, at nogen lakkede informationer om, at Waddell & Reed var på vej med deres ordrer, og at de såkaldte højfrekvenshandlere, som kan reagere på brøkkede af et sekund, derfor forsøgte at tvinge markedet ned, inden ordrene kom. På denne måde kunne de tjene penge ved at købe billigt og sælge dyrere til Waddell & Reed.

»Det, der stikker ud er, at markedet kom op igen. For mig viser det, at nogen satsede hele butikken på ordren fra Waddell & Reed, som efter min vurdering mistede mange mio. dollars denne dag,« siger Eric Scott Hunsader.

Konklusionen fra myndighederne blev også modsagt af hollandske Albert J. Menkveld, professor ved Duisenberg School of Finance, VU University Amsterdam, der er en af de førende på feltet og samtidig fungerer som rådgiver for det europæiske finanstillsyn, ESMA.

I 2013 viste hans forskning på området, at det ikke var Waddell & Reeds algoritme, som havde handlet markederne ud på kanten af afgrunden.

»Markederne blev overbelastede, og fordi de forskellige markeder ikke fulgte hinanden, opstod der nervøsitet, som førte til en slags spil om ikke at sidde tilbage med Sorteper på



Den 6. maj 2010: På The New York Stock Exchange i New York breder uroen sig. Ud på eftermiddagen amerikansk tid var markederne allerede faldet med flere pct.

Arkivfoto: Henny Ray Abrams/AP



Det, som Tom Hougaard oplevede den 6. maj for fem år siden, er det, man i dag kalder The Flash Crash. Flash crashet kostede nogle investorer en formue, mens andre tjente styrtende på det, og alene af den grund har det helt frem til i dag tiltrukket sig interesse. Foto: Niels Hougaard

Alt det, jeg havde kæmpet for at opnå, blev taget fra mig. Alle mine drømme var væk.

Tom Hougaard,  
aktiespekulant

markedet for futures,« siger Albert J. Menkveld i et interview med Jyllands-Posten.

### Ny forklaring

Næsten fem år efter flash crashet fandt sted, dukkede en helt ny forklaring op. Og det er her, at vi vender tilbage til Navinder Singh Sarao fra London. Han blev anholdt i slutningen af april i år. Ifølge de amerikanske myndigheder havde han manipuleret priserne på børsen i Chicago i mange år, og de ville derfor have ham udleveret til USA, hvor han risikerer at tilbringe resten af livet i fængsel, hvis han bliver dømt skyldig.

I sigtelsen fremgår det også, at Navinder Singh Sarao via sit selskab med det påfaldende navn Nav Sarao Milking Markets havde bidraget til flash crashet, fordi han havde været meget aktiv med sin manipulation den 6. maj 2010. Myndighederne mener, at han igennem årene har tjent ca. 40 mio. dollars på sin manipulation. Men forklaringen om, at én mand spillede en afgørende rolle den dag, har nærmest rejst flere spørgsmål, end den

har givet svar. Navinder Singh Sarao havde nemlig været aktiv i flere år, så hvorfor havde hans manipulation kun resulteret i ét flash crash?

»Det virker usandsynligt, at én mand kan have udløst flash crashet, og det vil jeg gerne se beviserne for. Han er sikkert ikke den eneste, og man burde have været i stand til at finde frem til ham tidligere,« siger Torben G. Andersen, professor i finansiering ved det prestigefyldte Kellogg School of Management ved Northwestern University. Ydermere viser sigtelsen, at Navinder Singh Sarao stoppede sin algoritme ca. to et halvt minut inden flash crashet.

»Hvis det er sandt, har han ikke bidraget direkte til flash crashet, men han kan have skabt ustabilitet i markedet, som var en medvirkende årsag,« siger Albert J. Menkveld.

Og hvorfor reagerede børsen i Chicago ikke på hans manipulation, og hvordan kunne det tage myndighederne fem år at rejse en sag imod ham, når Navinder Singh Sarao havde været i søgelyset på selve dagen for flash crashet?

»Nogle gange tager det lang tid at rejse sager. Det er enorme markeder, og der sker en masse på dem,« sagde Tim Massad, formand for CFTC på en konference efter anholdelsen.

Ydermere var manipulation ikke nævnt med ét eneste ord i den oprindelige rapport fra myndighederne. Sagen viser, at de amerikanske myndigheder ikke har nok ressourcer til at føre kontrol med markedspladserne, lyder det fra Torben G. Andersen, som mener, at vi stadig ikke ved præcist, hvad der skete for fem år siden.

»Det indrømmer myndighederne jo selv,

### FAKTA

#### Højfrekvenshandel

Ved hjælp af hurtige forbindelser og computere kan højfrekvenshandlere reagere på informationer eller bevægelser i markedet på brøkdeler 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.

når de anklager ham, for så skyder de også den oprindelige forklaring ned,« siger Torben G. Andersen.

Albert J. Menkveld mener heller ikke, at alle brikker i puslespillet er lagt endnu, fordi myndighederne og børserne ikke giver adgang til deres data.

»Det, jeg kom frem til, var den overordnede konklusion. Men det kan vise sig, at jeg tog fejl, fordi jeg ikke har al data,« siger han.

Blandt forskerne er der en stor interesse for at forske i flash crashet, men de støder ofte panden imod en mur. Og den mur er manglende adgang til data.

»Myndighederne gav i begyndelsen nogle forskere adgang til data, men de skulle behandles fortroligt. Efter at der blev lækket oplysninger, stoppede myndighederne med at give adgang. Vi vil meget gerne forstå, hvad der skete, og myndighederne har ikke selv kræfter til det, så de burde bede om hjælp blandt akademikerne,« siger Torben G. Andersen.

Samme melding kommer fra Albert J. Menkveld.

»Denne slags data burde være tilgængelig i alle lande, og myndighederne burde lade forskere få adgang til disse data,« siger han.

Da markederne lukkede, kunne Tom Hougaard gøre regnestykket op. Han var kommet igennem det store udsving uden tab. Chokket denne dag for fem år siden fik ham dog ikke til at vende ryggen til markedet. Han tjener stadig millioner på at spekulere, men flash crashet fik ham alligevel til at ændre strategi.

»Det er en dag, jeg aldrig vil glemme.«