

Aktiesvindlere har frit spil for snyd

Finanstilsynet erkender, at det ikke kan kontrollere store dele af handlen med danske aktier, når de handles fra udenlandske børser. Det efterlader et kæmpe hul til kursmanipulation.

**ALEXANDER BITSCH
CHRISTIAN SEHESTED
JAKOB MARTINI**

alexander.bitsch@finans.dk
christian.sehested@finans.dk
jakob.j.martini@finans.dk

Aktiesvindlere har frit spil til at manipulere priserne, når de handler med danske aktier på udenlandske børser. Det erkender Finanstilsynet, der

ikke har mulighed for at overvåge og kontrollere handlerne i udlandet. Dermed har myndigheder efterladt et kæmpe hul i kontrollen, idet mellem 30 og 44 pct. af omsætningen i de 20 største danske aktier sker i udlandet.

»Der er et stort hul her, som man fra lovgivers side slet ikke har været opmærksom på. Du skal tænke på, at de nuværende regler, som vi støtter os til, trådte i kraft i 2004 og 2007. Der er sket en hel masse siden da,« siger Hanne Råe Larsen, der er underdirektør i Finanstilsynet.

Udmeldingen kommer på baggrund af en ny rapport, hvor Finanstilsynet har kortlagt udfordringerne i forbin-

delse med computerstyrede aktiehandler, der vinder hastigt frem. Flere steder i udlandet er de computerstyrede handelssystemer blevet mistænkt for at manipulere med priserne, og det viser sig nu, at det sagtens kan finde sted med danske aktier, uden at nogen opdager det.

Kun kontrol i Danmark

Problemet er, at Finanstilsynet kun kan føre tilsyn med den del af handlerne, som bliver foretaget på den danske fondsbørs, Nasdaq København. Tilsynet har ingen

FAKTA

Aktiehandel

Frem til 2007 havde Fondsbørsen i København monopol på handlen med danske aktier. Det blev der sat en stopper for med de såkaldte MIFID I-regler, som førte til en liberalisering af handlen med værdipapirer i Europa.

Siden 2007 har det altså været muligt at handle danske aktier på et væld af markeder, som ligger uden for Danmarks grænser.

mulighed for at kontrollere, når danske aktier handles på en udenlandsk børs.

En af Europas førende eksperter på området er bekymret.

»Vi ved ikke, om der foregår manipulation, men hvis man som tilsyn ikke har det fulde overblik over al handel, kan man få et misvisende billede af, hvad der egentlig foregår,« siger Albert J. Menkveld, der er professor ved VU University Amsterdam.

Søren Hvidkjær, professor ved CBS, peger på, at myndighederne selv åbnede hullet for snart et årti siden.

»Man åbnede for hele denne problematik i 2007, da man gav mulighed for at handle samme aktier på

mange markeder. Man introducerede konkurrence mellem børserne uden at skabe overblik for dem, der skal kontrollere dem,« siger han.

Nye EU-regler

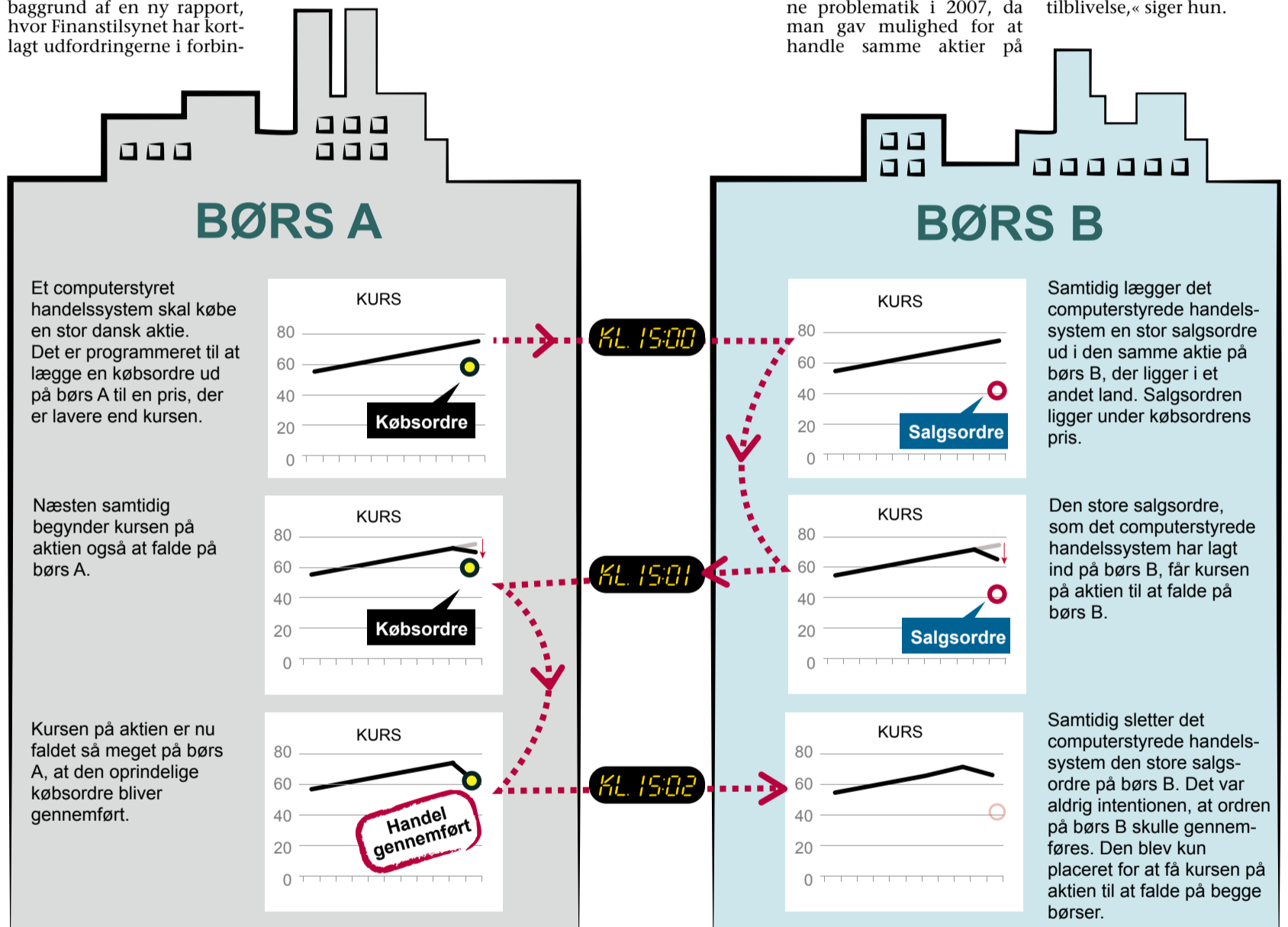
Finanstilsynet henviser til, at nye EU-regler, som ventes at træde i kraft i 2017 eller 2018, vil øge kontrolmulighederne på tværs af landegrænser. Hanne Råe Larsen afviser, at man fra dansk side har sovet for længe i timen.

»For at den slags regler skal virke, skal der være tale om fælleseuropæiske regler. Der ligger en tidskrævende proces forud for den slags regleres tilblivelse,« siger hun.

Sådan kan der svindles med danske aktier

Dette tænkte eksempel skitserer, hvordan manipulation med en dansk aktie vil kunne finde sted. Myndighederne kan ikke kontrollere denne form for snyd, hvis den foregår på to børser i to forskellige lande. Hvis denne form for manipulation kun fandt sted via handel på én børs, ville tilsynsmyndighederne eller børsen selv kunne opdage manipulationen.

GRAFIK: AGNETE HOLK



FORKLARING

Sådan kan manipulation foregå, uden at det bliver opdaget

Finanstilsynet kan ikke holde øje med en større del af handlen med danske aktier, og det giver mulighed for manipulation, uden at det bliver opdaget.

**ALEXANDER BITSCH
CHRISTIAN SEHESTED
JAKOB MARTINI**

alexander.bitsch@finans.dk
christian.sehested@finans.dk
jakob.j.martini@finans.dk

1 Hvorfor har Finanstilsynet ikke styr på al handel med danske aktier?

Fordi tilsynet kun har adgang

til at kontrollere og overvåge de aktiehandler, der foregår på den danske børs. Hvis handlen med danske aktier foregår på børser i udlandet, kan det ikke overvåges.

2 Hvor stor en del af handlen med danske aktier har Finanstilsynet ikke styr på?

Det er især de store aktier i C20 Cap-indekset, der bliver handlet på markedspladser i udlandet. Ifølge Finanstilsynet svinger tallet blandt C20-selskaberne mellem 30 og 44 pct.

3 Hvordan er det muligt at manipulere med kursene?

Manipulationen kan f.eks. ske ved, at der bliver lagt en købsordre på en aktie ud på børs A, og ordren ligger et godt stykke under den kurs, som samme aktie bliver handlet til i det givne øjeblik. Handlen bliver ikke gennemført, fordi ingen vil sælge sine aktier billigere end det, markedet tilbyder. For at få kursen ned lægger samme investor en stor salgsordre på samme aktie ud på børs B. Det får først kursen på børs B til at falde, og det påvirker derefter kursen på børs A, så den også falder. Fordi kursen på børs

A falder, bliver den oprindelige købsordre gennemført til en lavere pris, end det oprindeligt var muligt.

4 Er det ulovligt?

Ja. Denne form for manipulation kaldes spoofing.

5 Hvad så med de aktier, der skulle sælges på børs B?

Det var aldrig hensigten, at den handel skulle gennemføres. Den skulle kun presse kursen på x-aktien ned, så disse ordrer blev slettet, inden de blev gennemført.

6 Hvorfor kan Finanstilsynet ikke opdage det?

Sandsynligheden for, at det bliver opdaget, er ikke stor, fordi Finanstilsynet kun har adgang til data fra børs A – og ikke data fra børs B. Dermed har tilsynet ikke det samlede overblik over handlen, som er nødvendig for at kunne opdage denne form for manipulation. Hvis denne markedsmanipulation kun var foregået via børs A, ville tilsynet kunne spotte det.

7 Men er der ikke et tilsyn i det land, hvor børs B hører hjemme?

Jo, det er der. Men her står

man over for det samme problem, som det danske finanstilsyn gør. Tilsynet i det land, hvor børs B hører hjemme, kan nemlig kun overvåge handlen på denne børs – og ikke andre børser.

8 Kan almindelige investorer gøre dette?

I teorien ja, men i praksis er svaret nok nærmere nej. Dem, der ville kunne gennemføre denne form for manipulation, er de såkaldte højfrekvenshandlere. Det er lynhurtige computerstyrede handelssystemer, der kan gennemføre ordrer hurtigere, end et menneske kan blinke med øjnene.



Hanne Råe Larsen, underdirektør i Finanstilsynet, erkender, at man ikke kan udelukke, at der er sket markedsmissbrug – for man har ikke adgang til de nødvendige data. Foto: Lars Krabbe

Kontrolsystemet kommer med 10 års forsinkelse – måske

SVINDEL: Store pensionskasser peger på, at manglende kontrol med handel med danske aktier i udlandet kan skade tilliden. Men indgreb over for problemet lader vente på sig.

ALEXANDER BITSCH
CHRISTIAN SEHESTED
JAKOB MARTINI

alexander.bitsch@finans.dk
christian.sehested@finans.dk
jakob.j.martini@finans.dk

Løsningen er på vej. Kommende europæiske regler vil lukke huller for aktiesvindler på tværs af EU-landenes børser, lyder det fra de danske tilsynsmyndigheder. Problemet er bare, at løsningen tidligst lander i 2017. Hvilket er 10 år efter, at EU-regler åbnede døren for svindelmuligheden.

Og det er kun i den bedste af alle verdener, for på grund af forsinkelser kan reglerne blive udskudt til 2018 eller måske endda 2019.

Muligheden for at manipulere med de danske aktier opstod i 2007. Her blev det muligt at handle danske aktier på udenlandske børser. I samme periode har computerstyrede handelssystemer – også kaldet algoritmehandel – vundet frem i stor skala.

De to forhold har tilsammen givet muligheden for at manipulere med priserne på tværs af landegrænserne og snyde resten af aktiemarkedet. Vel at mærke uden risiko for at blive opdaget.

Kan ikke udelukke svindel
»Vi kan ikke se, om der er forsøg på at påvirke kursen via udenlandske børser,« forklarer underdirektør i Finanstilsynet Hanne Råe Larsen på baggrund af en ny rapport om problemstillingen.

Står vi så ikke med den situation, at man på tværs af børserne har haft relativt frit spil til markedsmissbrug i et lille årti?
»Det kan du sagtens sige. Man kan jo ikke sætte lighedstegn mellem algoritmehandel og markedsmissbrug, men i og med vi ikke har adgang til at se på de her ting, kan vi ikke udelukke det,« siger Hanne Råe Larsen.

Det er umuligt at fastslå, om huller er blevet brugt til at manipulere med danske aktier, og hvordan det eventu-

elt har ramt private eller store investorer. Men hos to af landets pensionskasser er man ikke begejstrede for, at der ikke er kontrol med så stor en del af det danske aktiemarked. Hos Sampension og Pensam mener man, at det største problem er, hvis manglende kontrol svækker tilliden til markedet.

»Vi er interesserede i, at der er nogle regler, som gør, at der er så mange som muligt, som vil handle med os. Og hvis nogle bliver skræmt væk, fordi de mener, at de bliver underløbet af computerstyret handel, er det skidt for os,« siger Henrik Olejasz Larsen, investeringsdirektør i Sampension.

Meget uheldigt

Benny Buchardt Andersen, investeringsdirektør i Pensam, tilføjer:

»Det er meget uheldigt, hvis der er nogle mennesker, der ligger og laver tricks i markedet. Jeg tror ikke nødvendigvis, at vi bliver snydt, men det gør det meget mere

besværligt at handle. Reguleringen bør kunne sikre, at det er reelle markedsvilkår, vi opererer på,« siger han.

Underdirektøren i Finanstilsynet er ikke specielt tilfreds med situationen, men hun forklarer også, at det er kompliceret, når der skal findes løsninger på tværs af EU. Og her handler det netop om at finde en model, hvor myndighederne har adgang til handelsdata på tværs af landegrænser.

Længere procestid

»Det ville gøre Finanstilsynets markedsovervågning mere effektiv, hvis vi allerede i dag havde de værktøjer, som vi får fremadrettet. Man må dog respektere, at når det handler om EU-regler, har de typisk en længere procestid end ved rent danske regler,« siger Hanne Råe Larsen.

På den danske fondsbørs, Nasdaq København, er adm. direktør Bjørn Sibbern glad for, at Finanstilsynet er opmærksomt på problemstillingen.

Men det er også på tide, at man griber ind over for de problemer, som det kan give, når aktier kan handles på flere forskellige børser samtidig.

Ikke nyt for børsen

»Det er ikke nyt for os, for vi advarede om det i slipstrøm-

men af MIFID I (den europæiske regulering, som trådte i kraft i 2007, red.). Vi var glade for at få konkurrence, men vi pegede samtidig på, at det gav en udfordring i forhold til overvågningen,« siger Bjørn Sibbern.

Hvis man skal stoppe muligheden for at udøve markedsmissbrug på tværs af børserne, skal flere forskellige forhold løses samtidig.

For det første skal tilsynsmyndighederne i de enkelte lande have adgang til data for handler på børser i andre lande.

For det andet skal urene synkroniseres på de forskellige børser, så det er nemmere at sammenkøre data fra de forskellige børser.

Stadig problemer

Selv hvis de to forhold falder på plads i EU-lovgivningen, vil der være et problem med at kontrollere de handler, som finder sted på f.eks. en amerikansk børs. Og så kræver det stadig, at myndighederne kan overskue og gennemskue de store datamængder, som bliver tilgængelige, lyder det fra den hollandske professor Albert J. Menkveld fra VU Universitet Amsterdam.

»Lige nu er der ingen, der kan sige, at myndighederne er ovenpå i forhold til udviklingen,« siger han.

Algoritmehandel er, når en investor, bank eller spekulant koder en computer til at handle aktier ud fra f.eks. bestemte priser. Algoritmehandel har eksisteret i mange år, og særligt i USA er det særdeles udbredt. Herhjemme er algoritmerne nu oppe på at udgøre ca. 50 pct. af omsætningen af aktier på børsen.

Omdiskuteret handel

Disse simple algoritmer bliver betragtet som ufarlige, men en mere sofistikeret underkategori, som kaldes for højfrekvenshandel, er mere omdiskuteret. I Danmark udgør den del ca. 15 pct. af omsætningen.

Finanstilsynet konkluderer i sin rapport, at højfrekvenshandel ikke har påvirket det danske aktiemarked negativt, men det ændrer ikke på, at handelsformen er kommet i fokus.

Diskussionen om højfrekvenshandel eksploderede efter den 6. maj 2010, da de amerikanske aktiemarkeder styrtdykkede på kort tid for derefter hurtigt at vende tilbage til udgangspunktet.

Denne dag er sidenhen blev kendt som "The Flash Crash", og selv om der ikke er enighed blandt forskere og myndigheder om, hvad der præcis satte gang i den store nedtur, spillede højfrekvenshandel en helt central rolle.