

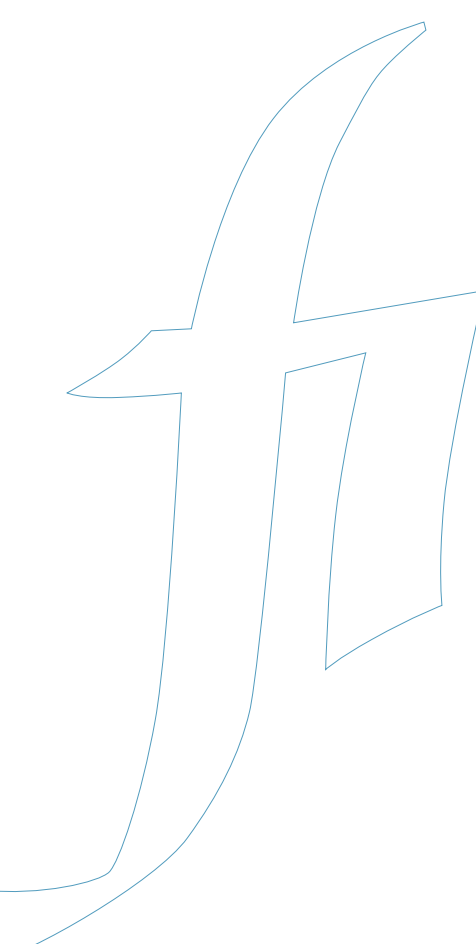


FI:S RAPPORT

Kartläggning av högfrekvens- och algoritmhandel

FEBRUARI 2012





Innehåll

FI:S SLUTSATSER AV UNDERSÖKNINGEN AV HÖGFREKVENSHANDELN I SVERIGE.	3
Bakgrund	3
Företagens syn och forskningsläget	3
Vilka slutsatser drar Finansinspektionen?	4
 SAMMANSTÄLLNING AV ENKÄTERNA OM HÖGFREKVENSHANDEL	 5
Sammanfattning av enkäterna	5
Definition av högfrekvens- och algoritmhandel	6
Omfattningen av högfrekvenshandel	6
Övriga frågor samt en sammanfattning av företagens svar uppdelad på de två enkäterna	7
Synpunkter som lyfts fram av företagen	11
 ORDLISTA	 13
 BILAGOR	 14
Bilaga 1: FI:s enkät till banker och värdepappersbolag	
Bilaga 2: FI:s enkät till försäkringsföretag	

FI:s slutsatser av kartläggningen av högfrekvenshandeln i Sverige

Under hösten 2011 har Finansinspektionen (FI) kartlagt högfrekvens- och algoritmhandeln i den svenska aktiemarknaden. FI har samlat in fakta om den automatiserade handeln genom enkäter, intervjuer och studier av forskning och pågående lagstiftningsarbete. Kartläggningen visar att de negativa effekterna av högfrekvens- och algoritmhandeln är acceptabla. Aktiehandeln upplevs visserligen ha förändrats, och i viss mån försämrats, men de flesta anser att detta beror på andra faktorer än enbart snabbare och mer datoriserad handel. Däremot är oron för ett ökat marknadsmissbruk stor och något som FI anser måste tas på största allvar.

BAKGRUND

FI genomförde under hösten 2011 en studie av den högfrekventa och algoritmiska handeln i den svenska aktiemarknaden samt hur svenska deltagare upplever effekterna och påverkan på handeln.

Kartläggningen innehåller två delar. Den första delen sammanfattar den svenska branschens syn på algoritmisk och högfrekvent handel. Underlaget kommer från två enkätundersökningar som FI genomförde under hösten/vintern 2011 med frågor om företagens uppfattning om algoritm- och högfrekvenshandel och de risker de ser för marknadens funktions-sätt.

Den andra tar upp frågor om högfrekvenshandelns uppkomst och utbredning samt går igenom det aktuella forskningsläget. Den här delen är skriven av en fristående utredare, Niklas Johansson, på uppdrag av FI.

FÖRETAGENS SYN OCH FORSKNINGSLÄGET

Riskerna med högfrekvens – och algoritmhandeln är mindre än befarat
Forskningsläget och synpunkterna från svenska aktörer pekar på att påverkan av högfrekvens – och algoritmhandeln är begränsade. Den sammantagna bilden tyder på att likviditeten i vissa avseenden har förändrats och att marknaden blivit mer svängig men att detta förklaras med fler faktorer än den högfrekventa handelns framväxt. Överlag är svenska aktörer inte nämnvärt oroad över högfrekvenshandelns effekter utan accepterar att handeln har förändrats som en följd av regelverk och teknikutveckling.

Men oron för marknadsmissbruk är stor

Även om de direkta effekterna på handeln anses vara begränsade är oron för marknadsmissbruk stor. I enkätundersökningen uttrycker en majoritet av företagen en oro för att marknadsmissbruket blivit mer utbrett och svårare att upptäcka i och med att antalet order och avslut ökat kraftigt.

Riskerna för den finansiella stabiliteten är begränsade

Den befintliga forskningen pekar också på att högfrekvenshandelns påverkan på den finansiella stabiliteten ännu är begränsad. Den ökade komplexiteten och alltmer tekniskt avancerade miljön kan visserligen skapa en osäkerhet i marknaden som kan öka volatiliteten på marknaden. Men högfrekvenshandlarnas affärsmodell, med att inte bära någon

finansiell risk på balansräkningen, innebär att risken för spridnings-effekter är liten. Däremot finns det större risker med den övriga algoritmhandeln där problem med dåligt utformade algoritmer kan riskera mer långtgående konsekvenser för aktörerna på marknaden på mycket kort tid då algoritmer kan inneha stora positioner.

VILKA SLUTSATSER DRAR FINANSINSPEKTIONEN?

Det internationella forskningsläget och svaren från de svenska företagen pekar på att de skadliga effekterna av högfrekvens- och algoritmhandeln är mindre än många befarat. Många frågor som rör högfrekvens- och algoritmhandel kommer dessutom att hanteras i kommande europeiska direktivförslag i översynen av Mifid, Markets in Financial Instruments Directive och MAD, Market Abuse Directive (MAD). För en genomgång av direktiven se kapitel 6 i den fristående rapport som publiceras samtidigt med denna rapport.

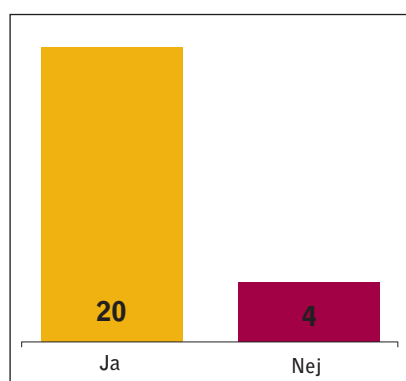
FI menar dock att oron för ett ökat marknadsmissbruk måste tas på allvar. Här är det viktigt att både lagstiftningen och den faktiska övervakningen av handeln är i fas med utvecklingen på marknaden. Redan i dag finns ett regelverk kring marknadsmissbruk som är tillämpligt, men möjligheten att upptäcka missbruk är beroende av marknadsplatsernas övervakning.

FI menar därför att marknadsplatserna måste fokusera på ändamåls-enliga systemstöd för att övervaka handeln i realtid och skapa en bättre samordning sinsemellan för att upptäcka eventuellt marknadsmissbruk. En gemensam europeisk modell för marknadsövervakning är eftersträ-vansvärt men kommer att ta tid.

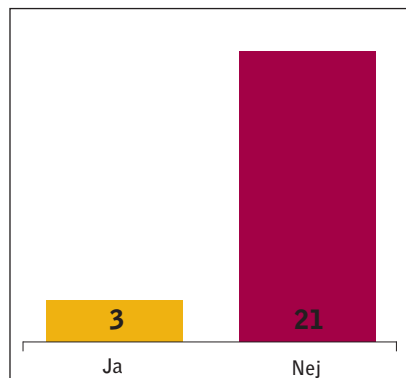
Sammanställning av enkäterna om högfrekvens- och algoritmhandel

Finansinspektionen (FI) genomförde under hösten 2011 två enkätundersökningar i syfte att kartlägga de svenska marknadsaktörernas syn på högfrekvens- och algoritmhandeln på den svenska aktiemarknaden. De två enkäterna skickades till 25 bolag varav 24 svarade. I undersökningen deltog tio svenska banker och värdepappersbolag som är medlemmar på NOMX, och 14 stora svenska institutionella placerare. I detta kapitel presenteras en sammanställning av svaren.

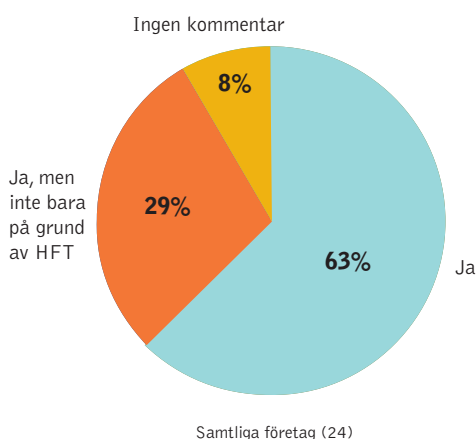
ANVÄNDER NI ER AV ALGORITMER?



ANVÄNDER NI ER AV HFT?



OSUNDA HANDELSMÖNSTER?



SAMMANFATTNING AV ENKÄTERNA

Högfrekvenshandeln (HFT) bland de svenska marknadsaktörerna är mycket begränsad. Endast tre av 24 bolag uppger att de använder HFT i sin verksamhet. Däremot använder 20 bolag olika former av algoritmer.

Hela 22 bolag anser att det förekommer osunda handelsmönster relaterade till algoritmhandel och HFT på marknaden. De strategier som framförallt pekas ut är:

- spoofing/layering, vilket innebär en strategi att genom orderläggning söka manipulera prisbilden i ett instrument genom till exempel en kombination av köp- och säljordrar.
- quote stuffing, vilket innebär att skicka mängder med order till en marknadsplats i syfte att sakta ner andra aktörers handelssystem eller dölja den egna strategin.
- momentum ignition, vilket innebär att genom en aggressiv orderläggning starta eller förstärka en trend i hopp om att andra ska följa och förstärka trenden vilket skapar ett tillfälle att vända positionen.
- last second withdrawal vilket innebär att ordrar cancelleras i allra sista sekunden i call-förfarandet.

Man pekar även på en ökning av front running, som i avsaknad av ett tydligare begrepp, har kommit att användas även om försök att identifiera och lägga sig före andra ordrar i marknaden, utan vetskap om kundorder. Sju bolag tillägger dock att osunda strategier funnits länge och inte enbart är HFT-relaterade.

Flera av bolagen anser att volatiliteten i marknaden har förändrats men att kopplingen till HFT är oklar. En majoritet av bolagen anser att likviditeten har försämrats. Dett främst som en följd av den fragmenterade marknaden men även på grund av bland annat minskad tick size. Flera av bolagen anser att en ökad tick size skulle ha en positiv inverkan på likviditeten.

En majoritet av bolagen anser att dagens marknadsövervakning är otillräcklig och att det finns ett stort behov av en samordnad marknadsövervakning.

Utvecklingen på marknaden, med en fragmenterad handel och försämrad likviditet, har inneburit en förskjutning av handeln avseende större transaktioner till så kallade dark pools. Enkäten visar att sådan dark trading är utbredd bland de svenska marknadsaktörerna då den erbjuder möjlighet att genomföra större order med mindre marknadspåverkan.

DEFINITIONEN AV HÖGFREKVENSHANDEL

Frågan om definitioner samt omfattningen av handeln ställdes i båda enkäterna och sammanställningen av svaren redovisas därför tillsammans.

I enkäten använde FI nedanstående definitioner av algoritmhandel och högfrekvenshandel (HFT).

Algoritmhandel: Handel där order genereras av ett elektroniskt system utifrån förbestämda instruktioner och parametrar.

HFT: Handel som använder sig av avancerad hård- och mjukvara för att uppnå snabbast möjliga orderläggning och exekvering. Syftet är att utföra handelsstrategier som tillvaratar felprissättningar eller andra ineffektiviteter som existerar under extremt korta tidsperioder, samt att bedriva market making. Handeln kännetecknas även av att den inte bygger på fundamental analys och generellt sett medför en hög orderintensitet.

Bolagen tillfrågades hur väl dessa definitioner överensstämmer med bolagens egna. En majoritet av bolagen anser att FI:s definition stämmer väl överens med deras egen. Flera bolag ser HFT som en underkategori till det bredare begreppet algoritmhandel.

Några av storbankerna har ytterligare uppdelningar av automatiserade handelstrategier, till exempel olika kategorier av algoritmhandel. Flera av värdepappersbolagen och bankerna anser att market making inte bör ingå i definition av HFT.

Utöver syftet att utnyttja felprissättningar och andra ineffektiviteter anser ett par bolag att HFT även kan innefatta osunda handelsmönster. Övriga tillägg till definitionen är att HFT ofta sker i egen bok och att handeln sker intraday.

OMFATTNINGEN AV HÖGFREKVENSHANDEL

I fråga nummer två i båda enkäterna frågade FI hur stor del av handeln 2011 som utgjordes av algoritm- eller högfrekvenshandel.

Sju av tio banker och värdepappersbolag använder algoritmer som handelstrategi och stöd för orderläggning. Fem av de tillfrågade bolagen bedriver egen handel och uppger att användandet av algoritmer uppgår till 50–60 procent av den egna handeln. Två av dessa bolag uppger att HFT utgör en stor del av den egna handeln.

Sju av tio banker och värdepappersbolag erbjuder Direct Market Access (DMA) till kunder. Flera av dessa bolag kommenterar att möjligheten att bedriva HFT via DMA är begränsad till mindre tidskänsliga strategier och att DMA generellt är för långsamt för HFT. Ingen av bankerna eller värdepappersbolagen erbjuder för närvarande Sponsored Access (SA) till sina kunder.

Bland de institutionella investerarna använder 13 av 14 tillfrågade bolag algoritmer, främst via DMA, men även handel via ombuds algoritmer förekommer. Drygt hälften av bolagen uppger att de använder algoritmer i stor utsträckning. De få bolag som kvantifierat sin användning uppger att algoritmhandeln uppgår till 30–40 procent av de totala flödena. Användningen av HFT och SA bland fond- och försäkringsbola-

gen är mycket begränsad. Endast ett av bolagen använder HFT i sin verksamhet.

ÖVRIGA FRÅGOR SAMT EN SAMMANFATTNING AV FÖRETAGENS SVAR UPPDELAD PÅ DE TVÅ ENKÄTERNA

Enkät svar för banker och värdepappersbolag

Fungerar marknadsplatsernas och era interna handelssystem tillfredsställande vid tidpunkter med extremt hög ordertrafik? Har ni eller era kunder upplevt några problem till följd av sådan "quote stuffing"?

En majoritet av de tio bolagen anser att de interna handelssystemen fungerar väl vid tidpunkter av extremt hög ordertrafik. Fem av bolagen upplever dock vissa fördröjningar eller låsningar internt eller i marknadsplatsernas handelssystem vid extremt hög ordertrafik. Ett par aktörer påpekar specifikt behovet av investeringar och anpassningar i de egna systemen.

FI erfar att HFT-system oavsiktligt gör avslut med sig själva relativt ofta. Även om dessa transaktioner utgör en liten del av omsättningen har toleransen för avslut med sig själv historiskt varit mycket låg. I hur stor omfattning (antal och omsättning) sker sådana avslut relaterade till HFT genom er som medlem på börser och MTF:er? Hur hanterar ni detta problem?

De två bolag som använder HFT kommenterar att oavsiktliga avslut med sig själv förekommer i begränsad utsträckning, men att dessa ordrar makuleras i systemen.

Anser ni att det finns handelsstrategier relaterade till algoritmhandel eller HFT som är osunda? Har ni observerat handelsmönster som potentiellt utgör marknadsmissbruk, eller tangerar förseelser av market conduct-karaktär?

Nio av tio bolag anser att det förekommer osunda handelsmönster relaterade till algoritmhandel eller HFT. Främst nämns spoofing/layering, quote stuffing, momentum ignition och last-second withdrawal men även en ökning av front running¹. Tre av dessa bolag tillägger dock att fenomenen funnits länge och inte enbart är HFT-relaterade.

Bedömer ni att dagens marknadsövervakningssystem har vad som krävs för att upptäcka och stävja marknadsmissbruk? Hur stort är behovet av en samordnad övervakning för att förhindra otillbörlig kurspåverkan mellan olika marknadsplatser?

Effekterna av Mifid, framför allt fragmenteringen av handeln, kräver mer resurser för marknadsövervakning. Samtliga tio bolag anser att dagens marknadsövervakning är otillräcklig och att det krävs en samordnad marknadsövervakning. Ett par bolag anser att det föreligger en intressekonflikt att börserna själv övervakar sina kunder och efterfrågar en oberoende övervakning. Ett bolag nämner även att definitionen av mark-

¹ Front running behandlas i artikel 1.1 tredje stycket i Marknadsmissbruksdirektivet (2003/6/EG). Begreppet är inte explicit upptaget i Marknadsmissbrukslagen men regleras i FFNS 2007:16, 20 kap paragraf 4. Begreppet innebär att ha vetskap om en kursdrivande kundorder och själv genomföra transaktioner innan kundens order läggs. I avsaknad av ett tydligare begrepp har front-running kommit att användas även om försök att identifiera och lägga sig före andra order i marknaden, utan vetskap om kundorder. Denna så kallade "frontning" eller "marknads front running" är inte olaglig.

nadsmisbruk bör harmoniseras.

Handlar privata och/eller institutionella kunder i mindre utsträckning än tidigare?

Sex av de tio tillfrågade bolagen kommenterar på HFT:s påverkan på handelns omfattning. Av dessa anser fem bolag att handelsaktiviteten minskat hos kunderna, men att detta kan ha flera förklaringar, såsom osäkra omvärldsförhållanden.

Ser ni några problem med att vissa investerare flyttar sin handel till exempelvis dark pools eller ändrar handelsbeteende på annat sätt? Upplever ni några problem med algoritmhandel eller HFT och ser ni några behov av åtgärder relaterade till dessa fenomen?

Fem av de tillfrågade bolagen menar att förändringar på marknaden, såsom fragmentering, minskad tick size, borttagande av börsposter samt teknologiska framsteg, kan ha bidragit både till att likviditeten upplevs som mer flyktig och att HFT har utvecklats.

Två av bolagen anser att HFT bidrar till en minskad likviditet, och kommenterar att en utveckling där orderläggningen flyttar från börsen riskerar att resultera i sämre likviditet och att börsen tappar sin roll som marknadsplats.

Sex av de tio tillfrågade bolagen kommenterar på förekomsten av dark pools. Dark pools fyller ett behov för investerare att genomföra större order utan marknadspåverkan. Bolagen kommenterar bland annat att genomlysningen försämras när handeln i dark pools ökar.

Två av bolagen anser att alla aktörer, även HFT-aktörer, bör vara reglerade. Handel där alla där alla aktörer har möjlighet att handla med samma uppkopplingshastighet tas upp av flera bolag. Även behov av reglering avseende så kallade ”resting period”, vilket innebär krav på en minsta tid under vilken en order måste ligga inne i ordersystemet, nämns.

Enkät svar från institutionella placerare

14 institutionella investerare svarade på nio frågor. De två första var identiska i båda enkäterna. Övriga frågor skiljer sig åt och därför redovisas svaren separat.

Hur har följande kostnader för att utföra transaktioner förändrats de senaste åren?

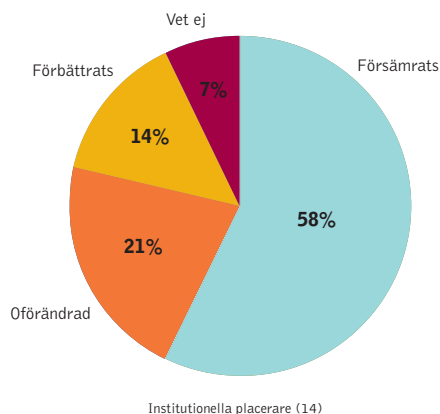
- Rörliga transaktionskostnader, såsom courtage
- Fasta kostnader, såsom investeringar i infrastruktur och programvara
- Indirekta transaktionskostnader, såsom genomsnittspris för en större volym

Samtliga av de 14 tillfrågade bolagen anser att de rörliga transaktionskostnaderna har minskat, främst med anledning av ökad användning av DMA.

Åtta bolag anser att fasta kostnader för investeringar i infrastruktur och programvara har ökat de senaste åren. Övriga bolag anser att de fasta kostnaderna är oförändrade.

Fem av de tillfrågade bolagen anser att de indirekta transaktionskostnaderna har ökat, medan tre bolag anser att dessa kostnader har minskat.

HAR LIKVIDITETEN FÖRÄNDRATS?



Ett bolag uppger att de indirekta kostnaderna är oförändrade. Fem av bolagen har inte svarat.

Upplever ni att likviditeten i marknaden har förändrats som en följd av HFT? Tar det längre eller kortare tid än tidigare att genomföra större order? Har ni förändrat era investeringsstrategier till följd av en eventuell förändring av likviditeten? Upplever ni att fragmenteringen av marknaden kan skapa en "illusion av likviditet"?

Fragmentering av marknaden: Införandet av MiFID år 2007 innebar att börsmonopolet upphörde. Möjligheten att handla aktier på andra marknadsplatser gav upphov till en fragmenterad handel.

"Illusion av likviditet": En illusion av likviditet kan uppstå när den verkliga volymen på de öppna marknadsplatserna är mindre än den som syns. Den konsoliderade orderboken hinner förändras under exekveringen så att önskad volym inte längre finns kvar. En anledning kan vara att volymen på de olika marknadsplatserna är beroende av varandra, till exempel på grund av arbitrage.

Åtta av fjorton tillfrågade bolag anser att likviditeten har försämrats. Flera av dessa anser att det kan finnas andra orsaker än HFT, såsom oroliga finansiella marknader, minskad tick size samt motparternas minskade vilja att ställa priser. Främst nämns dock fragmenteringen av marknaden som problematisk. Åtta av fjorton bolag anser att den fragmenterade handeln bidragit till en försämrad likviditet.

Två bolag anger HFT som en orsak till försämrad likviditet medan ett bolag anser att likviditeten sannolikt hade varit ännu sämre utan HFT. Två bolag anser att likviditeten har förbättrats och tre bolag anser att likviditeten är oförändrad. Ett par av bolagen uttrycker även att frågan är svår att bedöma och att de samtidigt ser den fragmenterade marknaden som ett problem.

Av de elva bolag som svarade på frågan om det tar längre eller kortare tid att genomföra en större order, svarade sex bolag att det numera tar längre tid. Övriga fem bolag anser att tiden för genomförandet inte har förändrats.

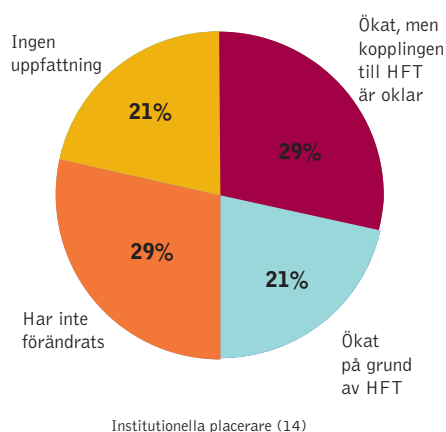
Av de nio bolag som svarade på frågan om bolagets investeringsstrategi förändrats till följd av en eventuell förändrad likviditet, svarade sju av bolagen att ingen förändring skett.

Forskning tyder på att HFT minskar volatiliteten under normal handel, men kan förstärka kurssvängningar vid mer extrema marknadsförhållanden. Upplever ni att volatiliteten i marknaden har förändrats som en följd av HFT? I så fall, upplever ni detta som ett problem?

Fyra bolag anser att ökad volatilitet i marknaden inte kan hänföras enbart till HFT eller att kopplingen till HFT är oklar. Två av dessa bolag kommenterar specifikt att ökad volatilitet kan vara hänförligt till HFT i kombination med omvärldsfaktorer som ökad osäkerhet på de finansiella marknaderna.

Fyra bolag anser att volatiliteten inte har förändrats som en följd av HFT.

HAR VOLATILITETEN FÖRÄNDRATS?



Tre av bolagen anser att HFT har ökat volatiliteten vid extrema kurssvängningar. Ett av dessa bolag påpekar möjligheten att HFT förstärker kurssvängningar genom att HFT-aktörerna, i större utsträckning än traditionella market makers, lämnar marknaden i extrema marknadsförhållanden.

Anser ni att det finns handelsstrategier relaterade till algoritmhandel eller HFT som är osunda?

13 bolag anser att det förekommer osunda handelsmönster relaterade till algoritmhandel eller HFT. Främst nämns front running. Fyra av bolagen tillägger att detta fenomen funnits länge i marknaden och inte enbart är HFT relaterat. Ett bolag kommenterar även att front running nu utförs av andra aktörer än tidigare. Två bolag nämner andra handelsmönster.

Tre bolag svarar att algoritmer i sig inte är osunt, däremot kan vissa HFT-strategier ifrågasättas, eftersom de avviker från vad bolagen anser vara traditionell investering samt fördyrar handeln för andra aktörer.

Genomför ni transaktioner i dark pools? Ser ni några problem med att vissa investerare flyttar sin handel till exempelvis dark pools, eller ändrar handelsbeteende på annat sätt?

Elva av de tillfrågade bolagen har svarat att man använder dark pools. Anledningen är främst att man vill undvika marknadspåverkan.

Ett bolag anger att man föredrar att använda crossing networks med andra kapitalförvaltare framför dark pools då dessa utesluter HFT-aktörer. Två bolag använder inte dark pools.

Sju bolag ser inga generella problem med att handel flyttar till dark pools. Några av dessa bolag pekar på behovet av bättre analys för att säkerställa bästa pris vid användandet av dark pools, liksom på vikten av att dark pools inte är öppna för HFT-aktörer. Fem bolag anser det problematiskt att genomlysningen av handeln minskar. En aktör kommenterar speciellt att transaktioner bör offentliggöras omedelbart.

Har HFT påverkat förtroendet för marknaden?

Tretton av de fjorton tillfrågade bolagen anser att förtroendet på marknaden påverkats negativt. Dock kommenterar flertalet bolag att detta främst är hänförligt till den mediedebatt som bedrivits snarare än HFT som företeelse. Två bolag anser att de professionella aktörernas förtroende för marknaden är oförändrat och att det endast är allmänhetens förtroende som har minskat.

Ett par bolag anser dock att förtroendet för marknaden minskat på grund av att vissa aktörer får en fördel genom bättre tekniska förutsättningar. Faktorer såsom hastighet i orderläggningen har fått en ökad betydelse. Ett bolag har även kommenterat att HFT fördyrar handeln för andra aktörer på marknaden.

SYNPUNKTER SOM LYFTS FRAM AV FÖRETAGEN

I en öppen fråga i enkäterna har bolagen framfört följande övriga synpunkter.

Konsekvenser av att handeln flyttar till dark pools

De bolag i undersökningen som använder sig av dark pools har positiva erfarenheter av detta, trots att de uppger att likviditeten har varit relativt

låg även där, och att redovisningen av de transaktioner som utförs är undermålig.

Två större bolag lyfter dock fram att även om handel på dark pools är positiv för den enskilda aktören så är den negativ för marknaden som helhet, och då i synnerhet den svenska. En förskjutning av handeln till dark pools minskar den synliga likviditeten och försämrar marknadens prisbildningsmekanism, samt minskar genomlysningen av handeln i alla led.

Några bolag nämner att mäklare försöker göra även mindre transaktioner i dark pools, eller till och med återgått till telefonhandel, delvis för att undvika HFT. Oro finns bland några bolag att börserna riskerar att förlora sin roll för riskkapitalförsörjningen och som marknadsplats.

En vanligt förekommande synpunkt är att ökad reglering av handeln på dark pool krävs.

Marknadens mikrostruktur

Den marknadsparameter som har kommenterats av flest aktörer är tick size. Två värdepappersbolag och fyra fondbolag anser att ökad tick size, skulle ha en positiv inverkan på framförallt likviditeten. Andra effekter som har lyfts fram är att ett bredare prisintervall skulle innebära att den explosionsartade ökningen i antalet order och prisuppdateringar skulle avta, vilket i sin tur minskar kraven på systemprestanda och underlättar upptäckten av marknadsmissbruk. Ytterligare en fördel uppges vara att likviditeten skulle återtas från dark pools.

Synpunkter kring olika typer av volatilitetsskydd, så kallade circuit breakers har varit helt enstämmiga. Det är viktigt att reglerna för dessa är gemensamma på samtliga marknadsplatser. Utan gemensamma regler fyller de inte sin funktion och det blir möjligt att missbruka att olika marknader tillämpar olika regler, exempelvis genom att medvetet utlösa stopp i handeln.

Åsikter har också framförts angående börsposter och hastighetsbegränsningar i handeln. Fyra bolag anser att det bör finnas någon minimitid för hur länge order ska finnas i marknaden. Tre bolag vill se en återgång till börsposterna, alternativt att det ska vara dyrare att handla mindre poster.

Konkurrensneutral handel

Frågan om handel bedrivs på lika villkor har ställts av såväl värdepappersbolag som institutionella kunder. Ett par aktörer framhäver att även om det inte klassas som insiderhandel att handla först på publik information så blir det i praktiken detsamma om det alltid är samma aktörer som lyckas. De efterfrågar även en bättre transparens kring vilka tekniska och informationsfördelar som kan köpas på en börs, framförallt vad gäller hastigheten i uppkopplingar, tillgång till marknadsdata och orderboksinformation. Samma prismodell bör gälla för samtliga medlemmar och inträdeshindren bör vara rimligt låga för att säkerställa konkurrens på lika villkor.

Ordlista

Circuit breakers Automatiska stopp i handeln när priset på en aktie rör sig för mycket från ett referenspris.

Crossing networks eller broker crossing systems Ordermatchningssystem som kan beskrivas som ett internt elektroniskt matchningssystem som används av ett värdepappersföretag och utför kundorder gentemot andra kundorder.

Dark pools Orderböcker utan synliga volymer, där stora order läggs i syfte att begränsa prispåverkan. Kan organiseras av såväl MTF/reglerad marknad som broker crossing systems.

Direct market access (DMA) Kundhandel som sker genom direktåtkomst till börsens orderböcker via en börsmedlem. En order passerar enbart genom börsmedlemmens riskkontrollsystem innan vidarebefordran till marknadsplatsen.

Fragmenterad marknad När handeln med värdepapper sker på många olika handelsplatser. Efter införandet av EU-direktivet "Mifid" 2007 blev det lättare att konkurrera om handeln, vilket lett till en mängd nya handelsplatser.

Front running Innebär att ha vetskap om en kursdrivande kundorder och själv genomföra transaktioner innan kundens order läggs. I avsaknad av ett tydligare begrepp har front running kommit att användas även om försök att identifiera och lägga sig före andra order i marknaden, utan vetskap om kundorder. Denna så kallade "frontning" eller "marknads front running" är inte olaglig.

Last second withdrawal Ett förfarande (som vanligtvis utförs i auktionsförfarandet på en börs) som går ut på att lägga en order som inte är avsedd att handlas på och som tas bort precis innan den går till avslut.

Latens Den tid det tar att placera en order i orderboken.

Market making Att kontinuerligt ställa upp köp- och säljorder för en viss handelsvolym i ett finansiellt instrument. I begreppets traditionella mening finns även ett åtagande gentemot en handelsplats eller ett företag att utföra detta.

momentum ignition Att genom en aggressiv orderläggning starta eller förstärka en trend i hopp om att andra ska följa och förstärka trenden vilket skapar ett tillfälle att vända positionen.

Mifid Markets in Financial Instruments Directive. EU-direktiv med syfte att stärka investerarskyddet och öka konkurrensen på de finansiella marknaderna.

Momentumstrategier Handelsstrategier som går ut på att köpa aktier som går upp och sälja aktier som går ner.

Multilateral handelsplattform (MTF) Alternativa handelsplatser för handel med värdepapper upptagna för handel på reglerad marknad och som drivs av ett värdepappersföretag eller en börs, exempelvis Chi-X och Burgundy. MTF kan också vara handelsplatser för mindre företags aktier som inte är upptagna på en reglerad marknad, exempelvis First North, Aktietorget och Nordic MTF.

Quote stuffing Att skicka mängder med order till en marknadsplats i syfte att sakta ner andra aktörers handelssystem eller dölja den egna strategin.

Risk-priser Avdelningar för egenhandel brukar vanligen kunna ställa priser till kunder och mäklare för större volymer än de som syns i orderboken,

vilket också innebär att de tar på sig större risk.

Sponsored access (SA) Kundhandel som sker genom direktåtkomst till börsens orderböcker via en börsmedlem. En order passerar inte genom börsmedlemmens riskkontrollsystem.

spoofing/layering Är en strategi att genom orderläggning söka manipulera prisbilden i ett instrument genom till exempel en kombination av köp- och säljordrar.

Spread Skillnaden mellan bästa köp- och säljkurs för ett finansiellt instrument.

Tick size Minsta möjliga prisförändring för ett finansiellt instrument.

Volatilitet Kurssvängningar för ett finansiellt instrument, vanligen mätt som standardavvikelse baserat på stängningskurser.



Finansinspektionen
Box 7821, 103 97 Stockholm
Besöksadress Brunnsgatan 3
Telefon 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se

www.fi.se