

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

Juni 2012

### ET PAR FINANSIELLE INNOVASJONER – HVEM HAR NYTTE AV DEM?

---

**Om børser for omsetning av verdipapirer er organisert som aksjeselskap med sikte på å tjene mest mulig penger, kan det bli vanskelig å holde tunga rett i munnen. Det kan peke i retning av at børser fungerer best som statlige monopoler.**

---

*Exchange-traded funds (ETF)* ble først introdusert på børsen i Toronto på slutten av 1980-tallet. Slike fond investerer pengene over et bredt spektrum av verdipapirer, samtidig som andeler i fondet handles over børs. Kjøper du deg inn i et slikt fond, er du således både diversifisert og likvid.<sup>1</sup>

Vanligvis følger et slikt fond en indeks. Her finnes ETF-er som er ”sharia-compliant”; som er ”grønne”; som har fokus på fremvoksende økonomier; eller hva det skal være.

Etter at dot.com boblen sprakk tidlig på 2000-tallet, la mange investorer mer vekt på å være godt diversifisert. Det gav vekst i exchange-traded funds.

---

<sup>1</sup> Denne artikkelen bygger på Special Report, Financial Innovation, i *The Economist* 25 February 2012, samt ”Investing not betting”, utgitt av *Finance Watch*, April 2012.

## Enkle og syntetiske fond

Man skiller gjerne mellom "plain vanilla" ETF-er og syntetiske ETF-er. Den første typen, som vi kanskje kunne kalle enkle ETF-er, er enkle. De som driver fondet, kjøper fysisk de aksjene (eller andre verdipapirer) som inngår i indeksen som fondet skal følge. Og det er det.

I et syntetisk fond tar man pengene som investor kommer med, og kjøper andre verdipapirer enn dem som inngår i indeksen fondet skal følge. Dernest bytter man (swapper) avkastningen disse andre papirene gir med avkastningen på den indeksen fondet skal følge. Om alt går bra, får investor i ETF-en den avkastningen han skal ha og alt er fryd og gammen.

Men her sniker en ny type risiko seg inn. Om motparten til swappen ikke skulle makte å innfri sine forpliktelser og går konkurs, blir ETF-en sittende igjen med en bunke papirer som ikke trenger å ha den minste likhet med indeksen fondet har sagt det skal følge.

Fra reguleringshold har man stilt seg spørsmålet om banker velger å lage slike ETF-er for å swappe fra seg illikvide utlån på egen balanse. I så fall får banken tilgang på mer cash ved at dens eget ETF kjøper disse utlånene. Banken kan dermed over egen balanse øke utlånene til sine kunder.

Dette er en form for verdipapirisering via bankens eget ETF. Men her skjer alt innen familien. Det betyr at banken, gjennom sitt exchange-traded fund, blir sittende igjen med kredittrisikoen på sine utlån.

## Lynraske algoritmer og kraftige datamaskiner

Ved *high-frequency trading (HFT)* bruker aktørene egne penger og egne algoritmer. "Quants", talentfulle tallknusere, lager disse algoritmene eller reglene for lynraske kjøp og salg av aksjer. I 2011 kunne om lag 60 prosent av all aksjehandel over børs i USA kategoriseres som HFT, mot 40 prosent i Europa.

Den 6. mai 2010 falt aksjemarkedet i USA med nesten ti prosent på få minutter. Fallet ble neppe utløst av high-frequency trading. Men slik handel bidro til ukontrollert salg av aksjer og sørget således for at fallet ble raskere og dypere.

Folk som har lokaler tett innpå datamaskiner til børser, kan ta fetere leie enn før. Hvorfor det? Fordi kortere fysisk avstand innebærer noen mikrosekunders fordel. Ved automatisert kjøp og salg av aksjer er det en fordel det er verdt å betale for.

En konsekvens av HFT er lavere bid-ask spread i markedet, dvs. forskjell mellom salgskurs og kjøpskurs er mindre. Tradisjonelt er det en indikasjon på bedre likviditet i markedet. Alt annet like må vel dette være en fordel, fremholder tilhengere av HFT.

Men alt annet er ikke likt, hevder de som ikke liker high-frequency trading. Ved HFT står ordren ofte bare i noen mikrosekunder. Algoritmen som brukes, ser til at den trekkes fort. Det blir ingen handel ut av slikt. HFT gir skinn av å bedre likviditeten i markedet, men realiteten er det motsatte.

## Manipulering av markedet?

Mer alvorlig, high-frequency trading kan brukes for å manipulere markedet. En vanlig strategi er såkalt "smoking". Man legger ut fristende "limit orders" for å trekke til seg tradere som er mindre kjappe – røyke dem ut. Så endrer man egne ordrer. Om motparten ikke er våken nok, kan man selv profitere på en slik strategi.

I velfungerende annenhåndsmarkeder der prisingen av aksjer og obligasjoner skal reflekterer fundamentale verdier, er det lite meningsfylt at mekanisk anvendelse av matematiske algoritmer skal bety så mye for prisingen.

Om vi tar i betraktning at talentene til dem som lager disse algoritmene kunne vært anvendt på langt nyttigere vis, blir det enda en grunn til å vurdere endringer i regelverket. Et enkelt grep kunne være å legge en avgift på ordrer som legges inn, eventuelt en avgift på ordrer som trekkes ut.

Dette siste har Oslo Børs nylig gått ut med forslag om. Dersom det er mer enn 70 ordrer pr. handel, blir det en avgift på fem øre. Denne avgiften trer i kraft 1. september. Hensikten er å begrense støyen, dvs. alle ordrer som legges inn av high-frequency traders, men som ikke blir effektivt. Slike ordrer medfører økte kostnader, sier man ved Oslo Børs. Man kunne også stilt spørsmålsteget ved nytten av high-frequency trading mer generelt.

## Litt mer om børser

Konkurransen mellom børser som selvstendige, profittmaksimerende foretak, startet med "Big Bang" i London i 1986. Et liberalt regelverk der børser først ble gjort om til foretak og deretter privatisert, var modellen mange land etter hvert gikk for.

Som andre aksjeselskap måtte da også børser reise kapital for å drive sin virksomhet. Med ny teknologi er det snakk om store penger. Preget av å være en "public utility", dvs. et foretak som skal tjene samfunnet noe bredere enn bare å sikre eierne størst mulig avkastning, blir mindre fremtredende.

Mange reiser nå spørsmålet om hensiktsmessigheten av den nye måten å organisere omsetningen av verdipapirer på. Hva som skjer i annenhåndsmarkedet har fått stadig mer oppmerksomhet. Men ettersom det som skjer i førstehåndsmarkedet – nemlig se til at foretak får tilført nye midler til riktige priser – er det viktigste, er denne utviklingen lite heldig.

Små investorer har kommet dårligere ut. Når børser helt mister preget av å være katedral, blir de små mer som hår i suppa. Nå gjelder det å tjene penger på omsetningen av eksisterende produkter og på derivater avledet av dem. Det innebærer utviklingen av komplekse og risikofylte produkter med hyggelige marginer for dem som selger dem. Og børser må utvikle avansert teknologi for å holde orden på den stadig mer kompliserte handelen.

**Var alt så meget bedre før?**

Tidligere tiders nasjonale børser hadde en viss monopolsituasjon. Økonomisk sett var de mer robuste og hadde et bredere perspektiv på sin virksomhet enn maksimering av profitt. I den grad en børs er for "public utility" å regne, trenger det ikke være noe galt i det.

Noe høyere transaksjonskostnader, der inntektene det gir børsen, går til utvikling av et bedre førstehåndsmarked hvor også mindre bedrifter kan hente inn ny kapital, er ingen ulykke. Om en slik organisering gir mulighet for bedre overvåking av kapitalmarkedene generelt, samtidig som de høyere avgiftene demper "noise trading" som HFT og lignende, så meget desto bedre.

En verdipapirbørs må kombinere oppgaven å organisere en markeds plass med rollen som tilsynsmyndighet eller overdommer. Det krever fullstendig upartiskhet. Om børsen er organisert som aksjeselskap med sikte på å tjene mest mulig penger, kan det bli vanskelig å holde tunga rett i munnen. Det peker i retning av at børser fungerer best som statlige monopoler.

11. juni 2012

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

<http://home.bi.no/fag87025/>