

Baggrundspapir til kapitel 3 - Udviklingen i handel med aktier

Journal nr. 4/0106-0100-0007/ISA/CS, MGH

Udviklingen i handel med aktier

Andelen af den samlede handel med aktier, der sker over børsen, har været stigende de seneste fire år. I 2005 skete 63 pct. af den samlede handel med aktier over Københavns Fondsbørs, mens 77 pct. af handlen i børsens åbningstid skete som børshandel, jf. tabel A3.1.

Tabel A3.1: Børshandel med aktier ift. samlet handel

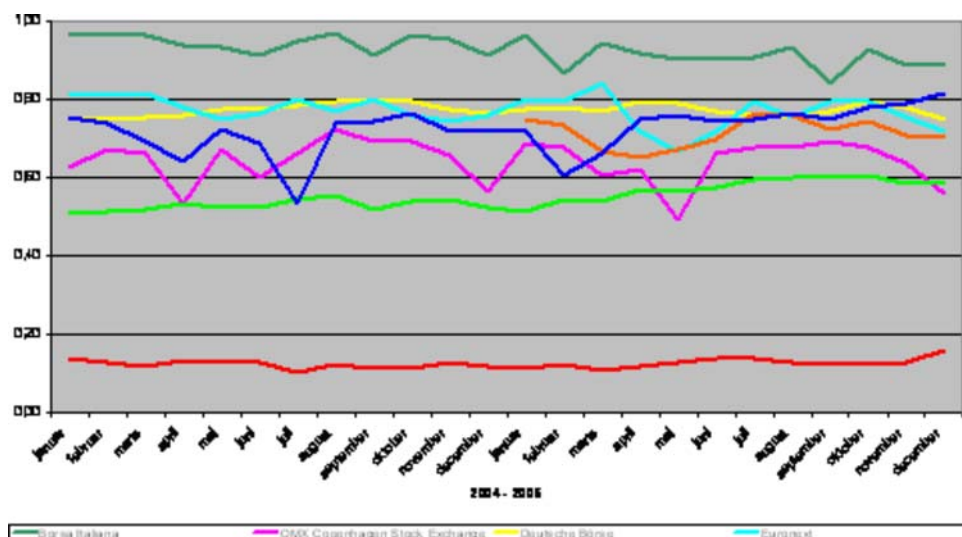
	Systemhandel i mio. kr.	Systemhandel ift. handel i åbningstid, pct.	Systemhandel ift. samlet handel pct.
2005	593.491	77	63
2004	381.450	76	64
2003	262.679	75	63
2002	234.241	75	60

Der er store forskelle på, hvor stor en del af aktiehandlen der foregår over børsen i forskellige lande. Ofte hænger dette sammen med flere faktorer, såsom tradition, indberetningsregler, systemernes effektivitet og konkurrenceforhold. Man skal derfor være varsom med at sammenligne børshandelsandele på tværs af børser.

På den anden side er der en vis sammenhæng mellem hvilke lande, der har en stor andel af børshandel og aktiekulturen/best execution reglerne i landene.

Andelen af børshandel er i Danmark i slutningen af 2005 tæt på at være på niveau med andelen af børshandel på Oslo Børs, Deutsche Börse og Euronext, jf. figur A3.1.

Figur A3.1: Markedsandel for børshandel i udvalgte lande 2004 – 2005





Sammenlignet med Borsa Italia er der større potentiale for børshandel i Danmark. Den store andel af børshandel på den italienske børs skal ses i lyset af en mere konkurrencepræget best execution regel end den danske regel. Ifølge den italienske regel skal al handel ske over børsen, med mindre 1) værdipapirhandleren kan tilbyde kunden en bedre pris end den, der er noteret på børsen, eller 2) der ikke er priser i det relevante værdipapir.

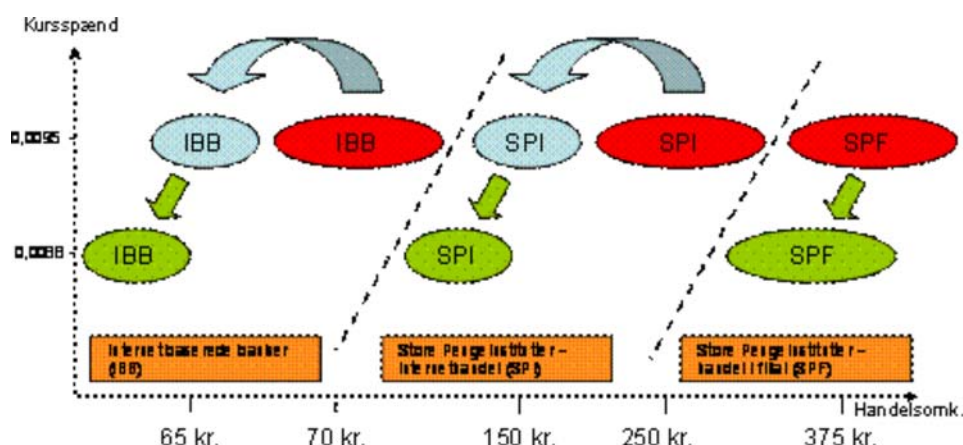
Efter den nuværende danske best execution regel må værdipapirhandleren ikke tilbyde kunden en dårligere pris end de gældende spreads på markedet.

Københavns Fondsbørs har gennemført flere forbedringer og har flere initiativer under vejs, som kan være med til at øge konkurrencen på markedet for aktiehandel. Bl.a. er prisen for medlemskab af Fondsbørsen, der giver mulighed for at handle på børsen, reduceret, og muligheden for at reducere de såkaldte tick size undersøges.

Internethandel med aktier er et godt alternativ til traditionel værdipapirhandel, dvs. den handel, hvor kunden efter kontakt med pengeinstituttrådgiveren får handlen gennemført. Handel med aktier over internettet er billigere men stiller større krav til forbrugerne end traditionel handel. Hertil kommer, at der er flere udbydere af handel med aktier over internettet, der ikke er pengeinstitutter. Det giver mulighed for større konkurrence på handel med værdipapirer end på øvrige pengeinstitutydelser.

I starten af 2006 sænkede en række internetbaserede pengeinstitutter og derefter de store pengeinstitutter deres kurtage for aktiehandel over Internettet. Selve ændringen er illustreret ved de blå pile i figur A3.2, mens kurtagen ultimo 2005 ses som de røde ellipser. Ultimo 2005 var kurtagen hos de store pengeinstitutter 250 kr. for en handel over Internettet på 50.000 kr., nu er den 150 kr. [1], og hos de internetbaserede pengeinstitutter er prisen i gennemsnit 65 kr. for den samme handel, jf. figur A3.2. Dvs. at de store pengeinstitutter er mere end 130 pct. dyrere end de internetbaserede pengeinstitutter på denne handel.

Figur A3.2: Handelsomkostninger ved aktiehandel på 50.000 kr.



En øget andel af børshandel medfører lavere kursspænd jf. boks 3.1. Kursspændet kan ses som en indirekte handelsomkostning. Opnår Fondsbørsen samme andel af børshandel som Borsa Italia [2], vil de indirekte handelsomkostninger falde – illustreret ved de grønne pile i figur A3.2.

Langt de fleste aktiehandler over internettet sker som strakshandler. Det kan skyldes flere forhold, men skyldes formentlig især, at kunden er sikker på at få handlen gennemført i løbet af kort tid til den relevante pris. En analyse foretaget af Dansk Aktionærforening (DAF) blandt medlemmerne viser, at 51 pct. hyppigst benytter strakshandel, mens 34 pct. hyppigst benytter børshandel. De resterende anvender hyppigst andre handelsformer. Det må yderligere forventes, at medlemmerne af DAF i højere grad anvender børshandel end andre detailkunder, da disse kunder

– via deres medlemskab af DAF – må formodes at have større fokus på de fordele, de kan opnå ved børshandel.

MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)

MiFID er det finansielle markedes nye grundlov og fastsætter nye regler for værdipapirhandelssystemer (herunder børser og andre regulerede markeder) samt regler for gennemsigtighed på værdipapirmarkedet og beskyttelse af kunder, der handler med værdipapirer.

Formålet med direktivet er at sikre en ensartet høj beskyttelse af kunderne og give gode rammer for konkurrencen mellem handelspladser indenfor og på tværs af landegrænser.

Som noget nyt tillader og regulerer MiFID multilaterale handelsfaciliteter (MHF'er). Der er flere krav, der skal være opfyldt for at blive en MHF, jf. boks A3.1.

Boks A3.1: Tre forskellige handelssystemer

Et reguleret marked er et multilateralt system der – inden for systemet og efter ufravigelige regler – sætter forskellige tredjeparters interesser i køb og salg af finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden.

En multilateral handelsfacilitet (MHF) er som et reguleret marked men er ikke underlagt samme reguleringskrav.

Systematisk, internaliseret handel er handel for egen regning uden om et reguleret marked eller en MHF, der sker på et organiseret, hyppigt og systematisk grundlag. Pengeinstitutternes strakshandelssystemer er således systematisk internaliseret handel.

MiFID giver bedre mulighed for konkurrence mellem handelspladser inden for et lands grænser ved bl.a. at give mulighed for, at information kan offentliggøres via andre kanaler end børser, og ved at best execution reglerne ikke kun skal relatere sig til børsens kurser men også skal inddrage MHF'ernes priser. MHF'erne kan på den måde bidrage med konkurrence til pengeinstitutternes tilbud om strakshandel og i mindre grad med konkurrence til børserne.

MiFID giver bedre mulighed for konkurrence på tværs af grænser ved at give mulighed for, at aktier kan optages til handel på en anden reguleret markedsplads [\[3\]](#) uden udsteders eller handelspladsens samtykke.

Hertil kommer, at bl.a. børser, andre regulerede markeder og MHF'er, der har fået tilladelse til at drive virksomhed i deres hjemland, får ret til at yde tilsvarende virksomhed i alle Fællesskabets lande uden at skulle ansøge om særskilt tilladelse fra den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor det ønskes at udføre sine aktiviteter.

Reglerne i MiFID kan med tiden betyde, at udstedere af værdipapirer og investorer får flere handelspladser at vælge imellem. Det kan øge konkurrencen mellem handelspladserne og føre til lavere handelsomkostninger.

Som noget nyt stiller MiFID krav til selskaber, der systematisk internaliserer – dvs. systematisk handler kundernes ordrer over deres egenbeholdning. Disse selskaber skal bl.a. offentliggøre bindende priser på aktier, hvor tre forhold gælder: 1) Aktierne er optaget til handel på et reguleret marked; 2) Selskabet internaliserer systematisk handlen i disse aktier; 3) Der findes et likvidt marked for disse aktier. Priserne skal afspejle de gældende markedsvilkår for den pågældende

aktie, og selskabet, der systematisk internaliserer, skal overholde reglerne for best execution.

Reglen for best execution skal revideres i forbindelse med implementeringen af MiFID. Årsagen er, at den nuværende best execution regel ikke vil være hensigtsmæssig i et marked, hvor en aktie kan handles på flere handelssystemer (dvs. regulerede markeder, MHF'er og internaliseret handel), og værdipapirhandlerne ikke nødvendigvis er medlem af alle handelspladser.

Niveau 2 direktivet til MiFID [\[4\]](#) indeholder de mere præcise regler for de nye best execution regler, jf. boks A3.2.

Boks A3.2: Resume af indhold af best execution reglerne

Når et investeringsfirma udfører en ordre på vegne af en detailkunde, skal firmaet opnå det for kunden bedst mulige resultat i form af en samlet vurdering af 1) prisen på værdipapiret og 2) de samlede handelsomkostninger. De samlede handelsomkostninger er summen af alle direkte omkostninger i forbindelse med handlen, inkl. gebyr til handelssystemet, omkostninger til clearing og afvikling etc.

Implementering af MiFID (se note) skal desuden sikre, at investeringsfirmaerne ikke indretter deres kommissionsbetalinger på en måde, så det på en unfair måde diskriminerer mellem handelssystemer. Det fremgår desuden af implementeringsdirektivet, at det vil være unfair diskrimination mellem handelssystemer, hvis forskelle i kundens omkostninger ved handel på de forskellige handelssystemer ikke afspejler selskabets forskellige omkostninger ved at handle på disse handelspladser.

Note: Jf. implementeringsdirektiv 2004/39/EC, artikel 44, punkt 4 og punkt 61 i præamblen i direktivet

Vurdering af effekt af større børshandel

Børshandlens andel af den samlede handel med aktier har betydning for konkurrencen på aktiemarkedet. En større andel af børshandel betyder, at flere aktører "mødes" og handler. Når flere købere og sælgere mødes direkte med hinanden, reducerer det kursspændet (forskellen mellem købs- og salgskurs). På den baggrund er kursspændet i det følgende anvendt som et mål for konkurrencen. Handel, der ikke sker som børshandel, trækker likviditet ud af markedet. Større børshandel vil således føre til bedre konkurrence og mindre kursspænd, jf. boks A3.3.

Boks A3.3: Kursspænd og børshandel

Med udgangspunkt i en simpel model for aktiemarkedet er det muligt at undersøge, i hvor høj grad børshandel (i forhold til samlet handel) medfører lavere kursspænd og dermed øget konkurrence ift. handel uden om børsen.

For enkeltheds skyld anvendes en lineær model til at teste hypotesen. I modellen antages, at det relative kursspænd (KS) kan ses som en funktion af børshandels andel af den samlede handel (B) samt to andre markedsfaktorer (omsætningshastighed (L_H) og markedsværdi i milliarder (L_V)).

For aktierne i MIDCAP+ og SMALLCAP+ er korrelationen mellem andelen af børshandel og markedsværdien så høj, at det ikke er muligt at estimere den reelle effekt af andelen af børshandel på kursspændet. På den baggrund omfatter det anvendte datasæt til estimation af

modellen kun OMXC20 indekset.

Vha. regressionsanalyse (OLS) estimeres modellen på baggrund af data fra Københavns Fondsbørs. Det anvendte datasæt indeholder månedsgennemsnit for det relative kursspænd, omsætningshastigheden, markedsværdien, samt børshandel og samlet handel for alle aktier i OMXC20 indekset. Datasættet dækker perioden 1. juli 2003 – 31. december 2005.

Ud fra regressionsanalysen kan det afgøres, hvorvidt B har en signifikant indflydelse på det relative kursspænd, og derigennem hvorvidt børshandlens andel af den samlede handel har en afgørende betydning for konkurrencen.

$$(1) \quad KS = 0,00855 - 0,00104 \ln(L_V) - 0,00236 L_H - 0,00239 B$$

(20,82)
(-16,61)
(-6,45)
(-4,22)

$$R^2 = 0,34$$

Samtlige variable i modellen er signifikante. Parameter-værdien for B er 0,00239, hvilket vil sige, at en stigning på 10 pct. point i andelen af børshandel vil kunne reducere kursspændet med 0,000239 procentpoint svarende til 6,4 pct. (beregnet på baggrund af det gns. kursspænd).

Den anvendte model kan forklare 34 pct. af variation i KS ud fra variationen i B ,

 og .

Den samlede omsætning af børsnoterede aktier i Danmark var i 2005 på 937,2 mia. kr. Over 83 pct. af denne omsætning (svarende til 785,2 mia. kr.) er omsætning af aktier i OMXC20 indekset, jf. tabel A3.2.

Tabel A3.2: Kursspænd, børshandel, markedsværdi og omsætning for 2005

	Gns. relativt kursspænd	Gns. andel af børshandel i pct.	Gns. markedsværdi i mia. kr.	Omsætning i mia. kr.
OMXC20	0,0030	0,67	31,806	785,2
MIDCAP	0,0064	0,51	4,270	93,4
SMALLCAP	0,0120	0,51	0,756	21,8

Note: OMXC20 er Københavns Fondsbørs' ledende aktieindeks. Det består af de 20 aktier, som er de mest omsatte i handelssystemet i den forudgående halvårsperiode. MIDCAP+ og SMALLCAP+ er Københavns Fondsbørs' segmenter for henholdsvis mellemstore og små selskaber, der har god likviditet i deres aktier og et højt informationsniveau.

Kilde: Københavns Fondsbørs og egne beregninger.

Fra 2003 til 2005 har børshandlen udgjort en andel af den samlede handel på 63 pct. En stigning på omkring 10 pct. point i andelen af børshandel ville for perioden 1. juli 2003 – 31. december 2005 have bragt Fondsbørsen op på niveau med de øvrige OMX børser i Sverige og Finland. En sådan stigning ville reducere det relative kursspænd med 0,000239 pct. point [\[5\]](#), hvilket svarer til en samlet besparelse på over 410 mio. kr. [\[6\]](#) for markedets aktører i den pågældende periode.

Det må forventes, at effekten på kursspændet af en ændring i den del af handlen, der sker over en handelsplads (fx børsen) er større, ved en mindre andel af børshandel end ved en stor andel af børshandel. [7] Det kan således forventes, at en stigning i børshandlens andel fra 50 pct. til 60 pct. har større effekt på kursspændet end en stigning i børshandelsandelen fra 70 pct. til 80 pct. Besparelserne på 410 mio. kr. er derfor et undervurderet skøn, idet modelestimationen ikke omfatter aktierne i MIDCAP+ og SMALLCAP+, der i gennemsnit har en lavere andel af børshandel end OMXC20.

[1] Med undtagelse af Jyske Pengeinstitut, hvis kurtage er 125 kr. for en online-handel på 50.000 kr.

[2] Det italienske kursspænd er beregnet ud fra modellen i boks. 3.1.

[3] Dette kan også bidrage til større konkurrence mellem regulerede markedspladser inden for landets grænser, i Danmark mellem Dansk AMP – der er en reguleret markedsplads – og Fondsbørsen.

[4] MiFID er et rammedirektiv (level 1 direktiv), hvor Kommissionen efterfølgende fylder rammerne ud med implementeringsdirektiver (level 2).

[5] Jf. modellen i boks 3.5.

[6] Beregnet ud fra den samlede omsætning i aktierne tilhørende SMALLCAP+, MIDCAP+ og OMXC20 indekset.

[7] Denne sammenhæng må forventes ud fra en teoretisk synsvinkel, der dog ikke har været mulig at eftervise i praksis med de anvendte data.