



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska
Institutionen

Examensarbete
Kandidatnivå
FEKK01
HT09

**Implementeringen av
Markets in Financial Instruments Directive
- vägen mot perfekt konkurrens?**

Handledare:
Tore Eriksson

Författare:
Ludvig Kollberg
Tamer Senyüz
Hannes Östlund

Sammanfattning

Titel	Implementeringen av MiFID – Vägen mot perfekt konkurrens?
Seminariedatum	2009-12-22
Kurs	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 hp
Författare	Ludvig Kollberg, Tamer Senyüz, Hannes Östlund
Handledare	Tore Eriksson
Fem nyckelord	<i>Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)</i> , Handelsplattform (MTF), Smart Order Router, Börs, Courtage
Syfte	Hur MiFID förändrar marknadsstrukturen för värdepappershandel och hur detta avspeglas i mäklarhusens kostnadsstruktur och slutkundens framtida courtage?
Metod	Vi har främst använt oss av en kvalitativ studie med en deduktiv ansats, som har använts för att finna en slutsats till vårt syfte. Undersökningsdesignen är en studie som innehåller utlåtande och intervjuer med relevanta aktörer.
Teoretiskt perspektiv	Studien är baserad på teorierna; Effektiva marknadshypotesen, Perfekt konkurrens och Herfindahl-index
Empiri	På grund av brist på tidigare forskning inom ämnet, har uppsatsen baserats på intervjuer och information från berörda aktörer.
Slutsats	Utifrån våra teorier har vi funnit att marknaden gått från monopol-liknande struktur till oligopol där prissättningen uppfyller flera av kriterierna för perfekt konkurrens. Kostnadsstrukturen efter MiFID för mäklarhusen präglas av ökade teknikinvesteringar där vi dragit slutsatsen att dessa på lång sikt inte kommer att överstiga besparingarna i form av minskade transaktionskostnader. Mäklarhusen kan i högre grad differentiera sig vilket är en viktig förklaring till varför perfekt konkurrens i nuläget inte kan råda på mäklartjänster i den omfattning som det kan mellan marknadsplatser.

Abstract

Titel	Implementeringen av MiFID – Vägen mot perfekt konkurrens?
Seminar Date	2009-12-22
Course	FEK K01, Bachelor Thesis in Business Administration, 15 ECTS
Authours	Ludvig Kollberg, Tamer Senyüz, Hannes Östlund
Advisor	Tore Eriksson
5 Key Words	<i>Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)</i> , Multilateral Trading Facility (MTF), Smart Order Router (SOR), Stock Exchange, Brokerage commission.
Purpose	How MiFID changes the market structure for trading securities and how this will reflect upon the brokerages' costs structure and the retail future commission?
Methodology	We have mainly used a qualitative methodological approach, in which a deductive method is used to find the conclusion of our purpose. The research design is a study which contains several interviews with relevant companies.
Theoretical Perspective	The study is based on the Efficient Market Hypothesis, the Perfect Competition theory and the Herfindahl-Index
Empirical Foundation	Due to the lack of previous research within this subject, the thesis has its foundation in interviews and information provided by stakeholders.
Conclusions	Based on our theories, we have found that the securities exchange market changed from a monopoly to an oligopoly structure in which the pricing meets several criteria for perfect competition. The cost structure for brokerage houses after the implementation of MiFID is characterized by increased investments in technology, where we concluded that these will not exceed the savings in terms of reduced transaction costs in the long run. Brokerage houses can better differentiate themselves, which is an important explanation for why it will not be perfect competition regarding brokerage services at present, to the extent it can be between marketplaces.

Ordlista

Avvecklingskostnad – Kostnader för mäklaren att exekvera ordern, ej kostnad till marknadsplats inräknat.

Exekvera – Utföra order

ISD - Investment Service Directive var det direktiv som implementerades 1993 för att avreglera de nationella börsmonopolen i EU.

Marknadsplats – Samlingsbegrepp för börs/MTF:er

MiFID - "Directive on Markets in Financial Instruments" Detta EU-direktiv verkar för att harmonisera reglementet av finansiella tjänster i EU.

MTF/Handelsplattform - Multilateral Trading Facility är en marknadsplats för handel av finansiella instrument med lägre krav att uppta finansiella instrument för handel än en reglerad marknadsplats.

NasdaqOMX – Med NasdaqOMX avses NasdaqOMX Stockholm

Passiv/Aggressiv order – Innebörden av en passiv order är att den tillför likviditet det vill säga att order dyker upp på orderdjupet och motsatsen är en aggressiv order och innebär att man tar bort likviditet.

Splitta en order - En affär delas upp i flera avslut på flera MTF:er/börser om kostnaden blir lägre än att handla allt på en MTF/börs.

Spread – Skillnaden mellan högsta köpkurs och lägsta säljkurs

Tick-Size – Det minsta möjliga intervall man får prissätta sin order i. (Ex. SEB A; 45.68, 45.69 det vill säga ett öre i tick-size,) Är olika stor för olika listor.

Värdepappersinstitut/Mäklarhus- Företag som har tillstånd att bedriva värdepappersrörelse.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	8
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problematisering	9
1.3 Syfte.....	11
1.4 Avgränsning	11
1.5 Målgrupp	12
1.6 Fortsatt disposition.....	13
2. Metod.....	14
2.1 Metodologisk ansats.....	14
2.2 Generell metod.....	14
2.2.1 Förslag till alternativ forskningsmetod	14
2.3 Datainsamlingsdesign.....	15
2.3.1 Primär- och sekundärdata	15
2.3.2 Sekundärdata	16
2.4 Källkritik.....	16
2.4.1 Kritik av primärdata	17
2.4.2 Kritik av sekundärdata	17
2.5 Tillförlitlighet	17
2.6 Överförbarhet.....	18
2.7 Pålitlighet.....	18
3. Praktisk Referensram	19
3.1 MiFID - Markets in Financial Instruments Directive	20
3.2 Marknadsplatser.....	21
3.2.1. Börs	21
3.2.2. MTF - Multilateral Trading Facility	22
3.2.3. Övrig organiserad handel med aktier	22
3.3 Burgundy	23
3.4 Chi-X.....	23
3.5 Turquoise.....	24
3.6 BATS.....	24
3.7 Distinktion; nätmäklare och mäklare	24
3.8 Smart Order Router	25
3.8.1 Smart Order Router Illustration.....	26

3.9 Dark Pool Liquidity.....	27
3.10 Uniform Symbolology.....	27
3.11 Avvecklingskostnad	28
3.11.1 Clearing	28
3.11.2 Settlement	28
4. Teoretisk Referensram.....	29
4.1 Om teorival.....	29
4.2 Effektiva marknadshypotesen.....	29
4.3 Perfekt Konkurrens.....	30
4.4. Monopol.....	31
4.5 Oligopol	32
4.6 Herfindahl Index.....	32
5. Empiri	34
5.1 Intervjuer.....	34
5.2 Intervju med Mattias Hammarqvist, Head of Sales, Nordic Equites and Derivates, NasdaqOMX.....	34
5.3 Intervju med Thomas Gidlund, affärsutvecklingschef, Burgundy	35
5.3.1 Illustration av informationsspridningsproblem	36
5.4 Mailintervju med Sybille Mueller, PR-konsult, Chi-X.....	37
5.5 Intervju med Claes-Urban Dackberg, Head of Business enabling, Swedbank.....	38
5.6 Intervju med Torbjörn Ericsson, Mifid-ansvarig, SEB, <i>Styrelseledamot för SEB i Fondhandlarföreningen och i Burgundy</i>	38
5.7 Intervju med Martin Andersson Head of Securities Brokerage, Nordnet	39
5.8 Mailintervju med Ingrid Bonde, VD AMF Pension, <i>Fd Generaldirektör för Finansinspektionen</i>	41
6. Analys	42
6.1 Effektiva Marknadshypotesen.....	42
6.2 Perfekt Konkurrens.....	43
6.3 Herfindahl index; Analys.....	44
6.4 Kostnadsanalys	45
6.4.1 Kostnader Euroclear Sweden.....	45
6.4.2 Kostnader Börs/MTF	46
6.4.3 Förutsättningar för jämförelserna	46
6.4.4 Jämförelse av Börs/MTF- och Euroclearkostnader	47
6.4.5 Jämförelse av Börs/MTF-kostnader per affär	48
6.4.6 Prisjämförelse av mäklarhus	49

6.4.7 Periodisera engångskostnader.....	50
6.4 Scenarior på lång sikt.....	52
6.5.1 Scenario 1.....	52
6.5.2 Scenario 2.....	53
7. Slutsats	55
7.1 Förslag på vidare forskning.....	56
Bilaga 1. Intervju med NasdaqOMX	57
Bilaga 2. Intervju med Burgundy	58
Bilaga 3. Mailintervju med Chi-X	59
Bilaga 4. Intervju med Banker, Swedbank & SEB	60
Bilaga 5. Intervju med Nordnet	61
Bilaga 6. Mailintervju med Ingrid Bonde, AMF Pension/FI	62
Bilaga 7. Marknadsdata från Thomson Reuters	63
Källförteckning	64
Litteratur.....	64
Artiklar	64
Elektroniska källor	65
Intervjuer.....	66
Mailintervjuer.....	66

1. Inledning

I det första kapitlet presenterar vi bakgrunden till vårt ämnesval och beskriver även övergripande om MiFID, då detta direktiv är betydelsefullt för våra frågeställningar. Vidare för vi en problemdiskussion som leder till syftet med uppsatsen.

1.1 Bakgrund

I början av 1900-talet omsattes 4 miljoner kronor¹ på Stockholmsbörsen och idag omsätts hela 9700 miljarder kronor². Den kraftigt ökade handeln ställer allt högre krav på en effektiv aktiemarknad och sedan slutet av 1980-talet har teknologiska avancemang och privatiseringar av nationella börser verkat i denna riktning.

Införandet av ISD, Investment Service Directive, år 1993 var ett första försök att skapa lagstadgande regleringar för en enhetlig harmonisering av de Europeiska aktiemarknaderna. Dock insåg man i ett tidigt skede efter implementeringen av ISD att bättre teknik och utveckling av alternativa handelssystem krävde bearbetning av reglementet. Det blev uppenbart att nya föreskrifter behövdes som skulle vara tillräckligt flexibla för att inkludera och främja framtida innovationer inom handeln.³

Efter en lång tids förarbete lagstodgades år 2007 ett direktiv som blir den största reformen på de europeiska finansmarknaderna genom tiderna⁴. MiFID - Markets in Financial Instruments Directive verkar för att öka transparensen, konsumentskyddet och konkurrensen på de nationella börserna i EU.⁵

Direktivet ställer högre krav på värdepappersinstituterna, men öppnar även upp nya affärsmöjligheter för en mer gränsöverskridande handel. Effektivitetsvinsterna i en mer harmoniserad marknad undersöktes år 2004 och då konstaterades att den finansiella integrationen inom EU skulle motsvara en tillväxt för tillverkningsföretagen på 0,6-0,7 procent i USA.⁶

MiFID har förenklat MTF:ernas uppkomst då den lägre regleringen på dessa handelsplattformar skapar goda förutsättningar för att kunna konkurrera med de marknadsdominerade börserna.

¹ <http://intrahuc.hogsby.se/distans/ForetagsekonomiA/M04-borsen/M04-s01-stockholmsborsen.htm> 2009-11-25

² http://bors.www.dn.se/dn/site/news/newspop.page?magic=%28cc%20%28news%20%28id%20urn:newsml:six.se:20090102:WK_R_3325786555:1%29%29%29 2009-12-03

³ Ferrarini (2002) and Levin (2003) provide a good overview of some of the legal aspects of the original ISD and subsequent European securities markets regulations.

⁴ MiFID and the changing competitive landscape. S.1

⁵ MiFID and the changing competitive landscape. S.14

⁶ Guiso Luigi, Tullio Jappelli, Mario Padula och Marco Pagano, "Financial Market Integration and Economic growth in the EU", Centre for Economic Policy Research, CEPR Discussion Paper Series No. 4395, June 2004

De nya handelsplattformarnas intåg på marknaden med en aggressiv prissättning medför att även de stora europeiska börsernas traditionella intäktsmodellmodeller sätts på prov. I nuläget befinner vi oss i en övergångsfas där de finansiella institutionerna förbereder sina handelssystem att även kunna inkludera handel av finansiella instrument från de nya MTF:er som etablerat sig.⁷

Innan MiFID's implementerades så konsoliderades stora delar av branschen, bland fusionerades Nasdaq och OMX samt NYSE och Euronext. Redan i detta skede kunde man ana att hotet från de nya regleringarna tvingade de stora börserna att börja samarbete med andra nationella marknaderna och på så sätt kunna erbjuda handel på fler marknadsplatser. Dock är det i dagsläget mer eller mindre konstaterat att vissa av de nya MTF:erna snabbt tagit marknadsandelar och fortsätter göra detta.⁸

*"Londonbörsen har problem. Uppstickare som Chi-X, Turquoise och Bats tävlar om aktiehandlarnas gunst, vilket gör att det gamla monopolet får såväl minskade intäkter som vinst."*⁹

*"I januari 2009 uppgick Londonbörsens marknadsandel för brittisk aktiehandel till 96 procent. I oktober var samma andel nere på 58 procent."*¹⁰

De ovannämnda citaten från Dagens Industri påvisar tydligt att det pågår stora omstruktureringar på marknaden för värdepappershandel, där de traditionella börserna tvingas effektivisera sin verksamhet för att klara de nya marknadsvillkoren. Den ökade konkurrensen innebär klara fördelar för investerare i form av prispress men samtidigt uppstår nya hot, samtliga MTF:er ägs av värdepappersinstitut, vilket leder till ökad makt åt dessa. Det råder dock fortfarande stor osäkerhet om den förändrade marknadsstrukturen kommer gagna slutkunden i den grad som MiFID's ursprungliga avsikt var.

1.2 Problematisering

I likhet med andra jämförbara avregleringar är börsmonopolets avreglering en förutsättning för ökad konkurrens och därmed lägre priser. Det är dock inte säkert att konsumenten får ta del av bankernas kostnadsbesparing eftersom detta skapar en möjlighet för bankerna att öka sina marginaler på courtage. Nätmäklarnas prispress har i hög grad påverkat prisutvecklingen på courtage som präglats av sjunkande priser. När nu banker och nätmäklare samäger handelsplattformar uppstår en högre risk för att ytterligare

⁷ MiFID and the changing competitive landscape. S.2

⁸ MiFID and the changing competitive landscape. S.14

⁹ Dagens Industri, Gabriel Mellqvist, 2009-11-26

¹⁰ Ibid

prissänkningar på courtage uteblir, då banker och nätmäklare har gemensamma intressen. Denna problematik utgör hinder för ett av MiFID's grundläggande syften, att genom ökad konkurrens på börserna i ett längre perspektiv kunna sänka transaktionskostnaderna på aktiehandel. Då MiFID nyligen implementerades är den tidigare forskningen inom området begränsad till att beskriva vad detta direktiv innebär och har för avsikt att förbättra. Det har även genomförts studier på hur olika värdepappersinstitut valt att implementera MiFID i sina organisationer samt vilka investeringar direktivet inneburit för dem. Det har nu gått en tid sen MiFID implementerades och därför avser vi analysera hur marknadsstrukturen förändrats sedan 2007 och även undersöka i vilken grad kostnadsstrukturen av värdepappershandel påverkats för både värdepappersinstituten och slutkunderna. Tidigare forskning har främst utgått från finansiella institutioners perspektiv och vi anser att mer forskning borde läggas på hur slutkunden påverkas av direktivets implementering.

Följande frågeställningar avser vi besvara i vår studie:

- *Hur har MiFID förändrat marknadsstrukturen för värdepappershandel?*
- *I vilken grad har kostnadsstrukturen för mäklarhusen påverkats?*
- *Vad kommer börsförändringen innebära för courtaget i framtiden?*

Den första frågeställningen förklarar bakgrunden till direktivets implementering och vad detta kommer att innebära för marknadsstrukturen och därmed konkurrensen. I Norden har handelsplattformarna fortfarande låga marknadsandelar och trots att kunderna till handelsplattformarna står bakom som ägare i olika konstellationer har inte omsättningen hos dessa ökat speciellt mycket. Vi har därför även för avsikt att undersöka vilka inträdesbarriärer som hindrar och försenar dessa uppkomlingars intåg på marknaden inom den första frågeställningen. I Burgundys fall, som är en av Sveriges fyra handelsplattformar, är det ett antal värdepappersinstitut som är aktieägare. Bara genom deras handel mellan varandra skulle Burgundy kunna få en betydande marknadsandel. Även om MiFID:s implementering innebär stora omstruktureringar för värdepappersinstituten och det förefaller uppenbart att de stora börsernas traditionella affärsmodeller med höga avgifter på handel tillhör det förflutna. Dessa förändringar ska slutligen leda till förbättrade tjänster och lägre priser till slutkunderna och med anledning av detta anser vi att det är lämpligt att även undersöka hur införandet av MiFID nått fram till slutkunden. När dessa möjligheter till lägre kostnader skapas på marknaden för handel av finansiella instrument är det troligt att värdepappersinstitut kommer att försöka hålla uppe sina priser och därmed öka sina marginaler på courtage.

Vår uppfattning är att MiFID skapar bra förutsättningar för ökad konkurrens men att detta inte behöver betyda att slutkunden är den part som får ta del av dessa effektiviseringar av värdepappershandeln. De

värdepappersinstitut som är delägare i olika handelsplattformar tror vi kommer i större grad koncentrera sin handel på de egna handelsplattformarna även om detta skulle kunna missgynna slutkunden enligt bästa möjliga utförande¹¹. Detta skulle motarbeta EU:s fyra friheter¹² som verkar för att göra Europa till den mest konkurrenskraftiga regionen.

1.3 Syfte

Syftet är att utifrån ekonomisk teori¹³ undersöka hur implementeringen av MiFID påverkat marknadsstrukturen för värdepappershandel och granska mäklarens kostnadsstruktur för att kunna utreda vad detta innebär ur slutkundens perspektiv för courtaget i framtiden.

1.4 Avgränsning

Denna studie omfattas av intervjuer med finansiella institut, MTF:er och andra aktörer. Gemensamt för alla intervjuade organisationer är att deras verksamhet till stor del berörs av MiFID. Samtliga marknadsaktörer har inte kunnat inkluderas då våra tidsramar inte givit utrymme att genomföra en så omfattande studie.

De senaste årens förändringar av de nationella börserna är inget som bara EU:s medlemsländer har påverkats av utan även i Nordamerika har liknade reformer lagstadgats, men vi har avgränsat oss till de värdepapper som är noterade på NasdaqOMX, Sverige och i viss mån Norden. Denna avgränsning har gjorts då vi anser oss ha högre förkunskap på vår hemmamarknad, vilket är nödvändigt för att genomföra en djupare analys och för att den svenska aktiemarknaden påverkar oss i större utsträckning. Endast utländska aktörer som har verksamhet i Sverige kommer att vara en del av studien. Vi kommer att dra paralleller till Londonbörsen (LSE) då dess marknadsstruktur har förändrat sig i stor omfattning sen införandet av MiFID och detta kan ge indikationer på hur den svenska aktiemarknaden kan komma att utvecklas.

I vår andra frågeställning behandlar vi börsförändringens och främst implementeringen av MiFID:s påverkan på slutkunden. Då MiFID tar hänsyn till många aspekter inom värdepappershandeln har vi för avsikt att utgå från slutkundens perspektiv och kommer främst att lägga vår fokus på de delar av direktivet som är kostnadsdrivande. En del i de finansiella institutens förändrade kostnadsstruktur för värdepappershandel är de ökade driftskostnaderna. Värdepappersinstituten ska rapportera alla transaktioner med finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad till en

¹¹ Närmare beskrivning av bästa möjliga utförande finns i den praktiska referensramen kap 3.1

¹² <http://www.eu-upplysningen.se/Amnesomraden/Fri-rorlighet/>, 2009-12-01

¹³ Med ekonomisk teori avser vi i studien använda oss av den effektiva marknadshypotesen, teorin om perfekt konkurrens och Herfindahl-Index

behörig myndighet i hemlandet¹⁴. De ökade driftkostnaderna som bland annat består av ökat konsumentskydd och transaktionsrapportering kommer inte vara del av vår kostnadsanalys, då dessa siffror är konfidentiella och oftast svåra att beräkna.

1.5 Målgrupp

Uppsatsens målgrupp är studenter som studerat finansiering på C-nivå eller motsvarande. Vi utgår ifrån att dessa personer besitter den förståelse och kunskap som krävs för att tillgodogöra sig denna uppsats.

¹⁴ http://www.fi.se/upload/30_regler/30_eu/40_vardepapper/TRS/PM_TRS.pdf 2009-12-15

1.6 Fortsatt disposition

Kapitel 2. Metod

- I detta kapitel redovisas de metoder som vi har valt att använda. Vi för även en argumentation varför vi har valt dessa metoder samt hur vi har valt att samla in empirin.

Kapitel 3. Praktisk referensram

- Här presenteras de omständigheter som inte hör hemma i den teoretiska referensramen. Vi har delat upp den praktiska referensramen i MIFID-direktivet, handelsplattformar, mäklare och procedurer.

Kapitel 4. Teoretisk referensram

- I den teoretiska referensram tar vi upp relevanta teorier. Kapitlet inleds med en förklaring till varför vi har valt att ta med dessa teorier.

Kapitel 5. Empir

- Vår empiri består av intervjuer med personer i ledande befattningar på mäklarhus, handelsplattformar, börs och fondförvaltare.

Kapitel 6. Analys

- I detta kapitel analyserar vi empirin utifrån våra teoretiska och praktiska referensramar.

Kapitel 7. Slutsats

- I det avslutande kapitlet presenterar vi slutsatsen av vår analys samt förslag på vidare forskning.

2. Metod

I detta kapitel redovisas de metoder som vi har valt att använda. Vi för även en argumentation varför vi har valt dessa metoder samt hur vi har valt att samla in empirin.

2.1 Metodologisk ansats

I vår studie har vi valt att besvara våra frågeställningar genom att använda en deduktiv ansats. De slutsatser som presenteras drar vi utifrån premisser som vi har beskrivit, vilket märks i vår argumentation av frågeställningarna. En deduktiv ansats innebär i praktiken att utifrån teorier och empiri presentera slutsatser. Den deduktiva processen är standardiserad där analyser och teorier formar hypoteser, vilket vidare styr datainsamlingsprocessen¹⁵. På grund av våra aktuella frågeställningar torde en induktiv ansats vara rationellt på grund av bristfällig tidigare forskning, men då vi inte har för avsikt att skapa nya teorier väljer vi att använda den deduktiva ansatsen.

2.2 Generell metod

Vi har valt att nyttja en kvalitativ metod, vilket vi anser vara ett naturligt val då MTF:er är en relativ ny företeelse. Vi hade inledningsvis för avsikt att grunda vår studie utifrån kvantitativa och kvalitativa undersökningar men konstaterade snabbt att den kvalitativa metoden skulle utgöra en större del, då de flesta MTF:er av naturliga skäl är i introduktionsfasen och saknar tillräcklig historisk data för att göra en tillförlitlig analys. Vanligt förekommande kritik av sådana undersökningar är att kvalitativ forskning är alldeles för subjektiv och att problem med generaliseringar ofta uppstår. Med anledning av detta kommer vi att presentera olika berörda parter samt deras ståndpunkter, som vi menar kommer att ge en mer rättvisande bild av marknaden.¹⁶

Vi ämnar inte pröva informationens giltighet utan vårt fokus ligger på att inhämta information via ett så brett spektrum som möjligt och därefter förhålla oss till informationen så objektivt som möjligt. Detta anser vi kommer ge oss en djup förståelse av våra komplexa frågeställningar samt ge oss en helhetsbild av dagens fragmenterade marknad.¹⁷

2.2.1 Förslag till alternativ forskningsmetod

När marknaden har mognat och mer data finns tillgänglig kommer en mer omfattande kvantitativ ansats att vara möjlig och motiverad. MiFID:s effekter kommer då i större utsträckning kunna analyseras med

¹⁵ Bryman & Bell, 2007

¹⁶ Ibid

¹⁷ Ibid

historisk data. Vi föreslår därför att eventuell framtida forskning inom detta område skall fokusera på att genomföra en mer utbredd kvantitativ studie.

2.3 Datainsamlingsdesign

2.3.1 Primär- och sekundärdata

Primärdata är den information och de upplysningar som samlas in för första gången. Intervjuer, enkäter och observationer är exempel på metoder av undersökningar och forskning som hör till primärdata enligt Jacobsen (2002) att jämföra med Halvorsen (1992), som beskriver primärdata med ny data som forskaren samlar in genom olika forskningsmetoder vilket härrör till forskningen i fråga.

Sekundärdata är den information som redan samlats in av andra och återfinns i olika typer av litteratur. När man använder sig av sekundärdata är det viktigt att ifrågasätta trovärdigheten i uppgifterna och vara källkritisk, eftersom forskaren ofta har ett annat syfte med sin insamling av primärdata än vad innehavaren av sekundärdata har¹⁸. Enligt Jacobsen (2002) är det optimala vid forskning att använda sig av både primär- och sekundärdata. Detta för att kunna ställa primärdata mot sekundärdata och jämföra dem, vilket gör forskningen mer trovärdig.

2.3.1.1 Primärdata

Vi har valt att samla in primärdata i form av personliga intervjuer och intervjuer per telefon och mail. Även om intervjuer är mer tidskrävande som insamlingsmetod ger de betydligt mer information¹⁹. Det har varit av stort värde att vara ute på företagets kontor för att intervjua, eftersom det ger en större inblick i organisationen och vi skulle gärna ha gjort fler besök om tid hade funnits.

2.3.1.2 Intervjuer

Enligt Bryman & Bell (2007) finns det tre typer av intervjuarupplägg vilka består av ett strukturerad, ostrukturerad och semi-strukturerad. Den semistrukturerade typen har vi valt eftersom vårt område är relativt utforskat och komplicerat, vilket ger oss möjligheter till kompletterande frågor. Vi har valt att intervjua intressanta aktörerna på deras kontor dels för att de skall känna sig hemma och avslappnade men också för att få en vidare bild. På grund av tids- och logistiskaspekten har vi valt att ta vissa intervjuer per telefon och mail. När vi intervjuat per telefon eller på plats har vi valt att i förväg lämna ett utkast på frågorna för att ge intervjuobjekten möjligheten att förbereda sig.

¹⁸ Jacobsen, 2002

¹⁹ Ibid

2.3.1.3 Utformning av intervjufrågor

Vi har valt att använda oss av Kyléns trättmodell²⁰ vid utformningen av intervjufrågorna. Detta innebär att man delar upp intervjun i tre delar bestående av en början där man ställer övergripande, breda frågor för att sedan gå in på mer specifika frågor utifrån intervjuobjektets åsikter och perspektiv för att därefter avsluta med specifika fall och analyser om framtiden. Vi har försökt att ställa våra frågor så specificerade som möjligt med anledning av den komplicerade karaktär som vårt ämne innebär, för att få reda på precis det vi efterfrågar och vi har i den mån det går undvikit att ställa ledande frågor.

2.3.1.4 Studiens respondenter

De aktörer som vi har intervjuat har valts ut med omsorg och består av börs, MTF:er, mäklare, och fondförvaltare. MTF:ernas perspektiv är centrala för vår analys och därför har vi valt att inkludera den nordiska Burgundy och den största europeiska, Chi-X. Vi har haft som mål att intervjua värdepappersinstitut med olika profilering och med olika kostnadsstruktur. Den främsta anledningen till att vi valde att intervjua Ingrid Bonde är för att hon är VD på AMF Pension men också för att hon var generaldirektör för FI vid införandet av MiFID. Vi har valt att intervjua personer i ledande befattning med stor insyn i ämnet exempelvis affärsutvecklingschef.

2.3.2 Sekundärdata

Vår sekundärdata består av tidigare uppsatser, publikationer, working papers, månadsstatistik över marknadsandelar och prislister från de olika marknadsplatserna samt artiklar i välrenommerade affärstidningar.

2.4 Källkritik

Vi har nyttjat flertalet källor som har direkta eller indirekta kopplingar till vårt uppsatsämne och det är viktigt att vi förhåller oss kritiska till all data. Enligt Bryman & Bell (2003) är det viktigt att vi granskar såväl primära som sekundära källor.

²⁰ Kylén, 1994

2.4.1 Kritik av primärdata

Vi har lagt stor vikt i att analysera primärdatan för att läsaren skall kunna urskilja eventuella subjektiva värderingar. Vår primärdata består i huvudsak av intervjuer med personer hos olika aktörer som berörs av MiFID. Intervjupersonerna representerar företag med individuella intressen varvid en subjektiv ståndpunkt ej kan uteslutas. Det blir således svårt för oss att analysera om svaren förhåller sig till en subjektiv eller objektiv bedömning. Vår förhoppning är att eftersträva största möjliga objektivitet och återge intervjuerna på ett korrekt sätt, därför samtliga intervjuer spelades in. En ytterligare anledning till att vi spelade in intervjuerna var för att vederbörande inte skulle förhålla sig till en subjektiv mening om denne inte hade ett konkret svar på frågan. Nackdelen med att spela in intervjuerna är att man förlorar spontaniteten i samtalet samt att personen i fråga är mer försiktig med sina svar och utgår i högre grad från företagets ståndpunkt.

2.4.2 Kritik av sekundärdata

I vår kostnadsanalys har vi valt att jämföra prisinformationen som finns att tillgå från olika aktörer. Prissättningen för börs och MTF:er är väldigt komplex då olika förutsättningar så som volym, relationer och avtal kan ge upphov till olika priser.

Vi har jämfört de olika marknadsandelarna utifrån de aktörernas uppgifter men snabbt insett att denna information inte är opartisk utan snarare gett sken av en högre andel troligtvis för att attrahera nya kunder. Därför har vi valt använda oss av marknadskonsensus sammanställt av en enligt marknaden oberoende aktör.

2.5 Tillförlitlighet

Vi har valt en metod kallad triangulering för att uppnå största möjliga tillförlitlighet. På grund av vårt uppsatsämnes aktualitet har vi valt denna metod vilket är en rekommenderad teknik när det i vårt fall finns många olika teorier om hur marknaden kommer formas efter MiFID. Kortfattat innebär triangulering att vi kommer att använda oss av fler än en metod eller datakällor vid studier av sociala företeelser. Det skall dock poängteras att vi med hjälp av intervjuer och expertutlåtande försöker styrka den fakta som finns tillgänglig. Vidare innebär detta att vi endast kommer att nyttja lämplig information från dessa intervjuer som går att styrka med den marknadsdata som vi har använt oss av. På grund av detta kommer en fullständig objektiv bedömning bli svår att genomföra när vi själva måste tolka informationen.

Dessutom tror vi att den insamlade informationen kan förväntas bli motsägande vilket kan påverka tillförlitligheten negativt. Vi kommer med anledning av detta redovisa alla motsägande källor.²¹

2.6 Överförbarhet

I samband med överförbarhet vid kvalitativa studier har vi valt att skapa en "tät" beskrivning genom "thick descriptions", det vill säga en fyllig redogörelse av detaljer angående MTF:er. I praktiken innebär denna beskrivning att vi, istället för att intervjua marknadens alla intressenter, kommer koncentrera oss på noga utvalda intervjupersoner. Vi anser att detta kommer resultera i en redogörelse som förser läsaren med vad som krävs för de att bedöma överförbarheten.²²

2.7 Pålitlighet

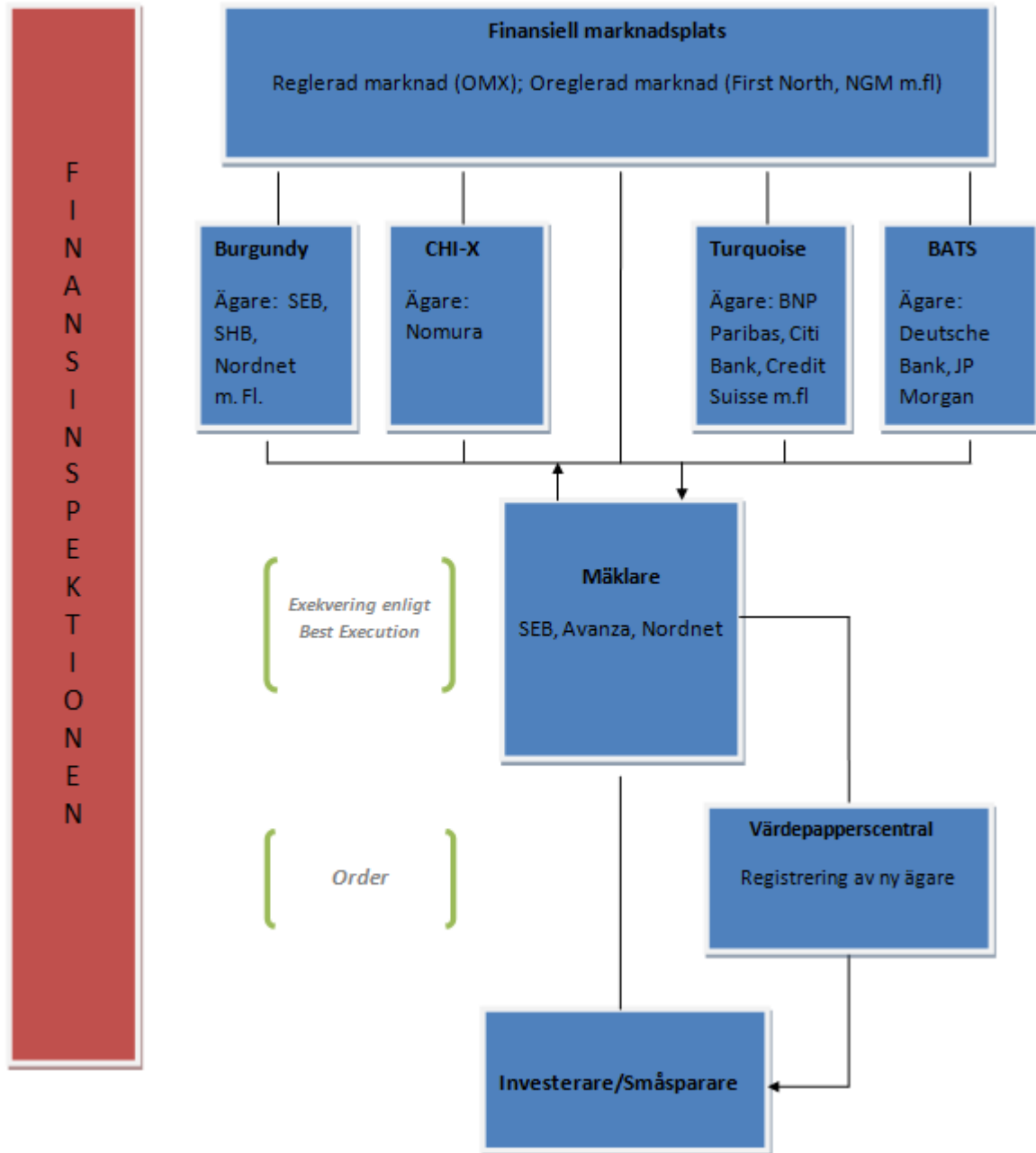
Vår ambition är att erbjuda läsaren en studie där vi underbygger våra argument och resultat med en så hög grad av trovärdighet som möjligt. Med anledning av vår kvalitativa undersökning har vi valt att anta ett granskande synsätt, vilket innebär att vi har som avsikt att redovisa alla moment och tillvägagångssätt under hela arbetsgången. Vi anser detta som mycket viktigt, då vi vill återge en så objektiv bild av marknaden som möjligt.

²¹ Bryman & Bell, 2007

²² Geertz, 1973

3. Praktisk Referensram

Här presenteras de omständigheter som inte hör hemma i den teoretiska referensramen. Vi har delat upp den praktiska referensramen i MiFID-direktivet, handelsplattformar, mäklare och procedurer.



3.1 MiFID - Markets in Financial Instruments Directive

I november 2007 fick direktivet om finansiella instrument full effekt och är den viktigaste lagstiftning för finansiella institutioner som någonsin introducerats. Tidigare har marknaden för börserna kännetecknats av traditionella affärsmodeller och motsvarande monopolistiska marknadsandelar som medfört låg konkurrens. MiFID verkar för att harmonisera reglementet av finansiella tjänster inom EU för att på så sätt möjliggöra nya förutsättningar för ökad konkurrens, effektivitet och transparens i EU-medlemsländerna.

En av de viktigare aspekterna i detta direktiv är upphävandet den s.k. Koncentrationsregeln som tillät myndigheter att förbehålla rätten att privata aktieägares köp/sälj order endast kunde utföras på en reglerad marknad. Numera har investerare möjlighet att använda sig av flera MTF:er som samtliga tillämpar "bästa möjliga utförande" vilket innebär att mäklarhusen måste enligt "bästa förmåga" handla via den marknad som har bäst prissättning. I de fall där mäklarhuset endast är anslutet till en marknadsplats innebär bästa möjliga utförande att all handel går via denna marknadsplats. Slutet på varje år måste de finansiella instituten granska huruvida deras val av marknadsplats varit den mest lämpade för slutkunden och även kunna argumentera för det tagna beslutet.

MiFID identifierar tre kategorier av marknadsplatser för värdepapper som har egenskaper för att minska graden lagstadgande krav. 1) Reglerade marknader, 2) MTF:er, 3) Systematisk internhandlare. Reglerade marknader och MTF:er definieras som "multilaterala system" som sammanför flera utomstående köp- och säljintressen i finansiella instrument.²³ Dessa multilaterala system har väldigt snarlika funktioner men den största skillnaden är att reglerade marknader måste godkännas av den behöriga myndigheten och skall verifiera att emittenterna uppfyller kraven på offentliggörande.

En systematisk internhandlare definieras som ett värdepappersföretag som på ett organiserat, frekvent och systematiskt sätt handlar för egen räkning genom att utföra kundorder utanför en reglerad marknad eller en MTF.²⁴

Ytterligare en följd av MiFID är det ökade konsumentskyddet, vilket innebär att alla konsumenter delas in i tre olika kategorier beroende på hur högt konsumentskydd det finansiella institutet bedömer att kunden behöver. Denna bedömning och kartläggning av konsumenter görs utifrån den kunskap om finansiella instrument och den egna privatekonomi som konsumenten besitter.

Banker och värdepappersinstitut har sedan avregleringen av börsmonopolet i EU: s medlemsländer ofta beklagat sig över de höga avgifter som börserna kunnat ta ut. Åren innan direktivet infördes skedde många konsolideringar mellan olika börser, detta i syfte att kunna minska hotet från nya

²³ Artiklar 4(14) och 4(15) MiFID

²⁴ Artikel 4(7) MiFID

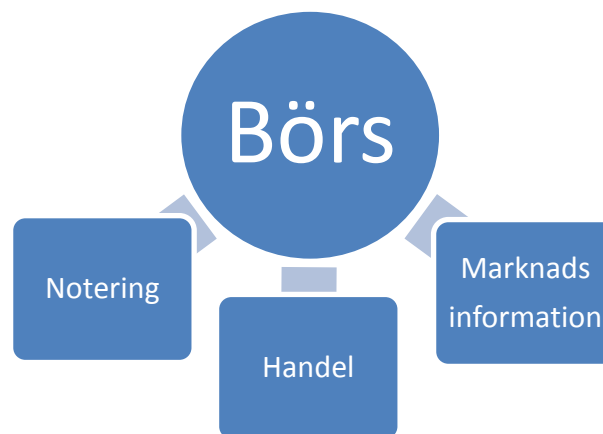
marknadsaktörer. Bland annat har det förekommit stora förvärv och sammanslagningar mellan Nasdaq och OMX och även sammanslagningen mellan New York Stock Exchange (NYSE) och Euronext. Detta har dock inte kunnat hämma nya uppkomlingar att ta marknadsandelar, då de med lägre avgifter kunnat erbjuda en högkvalitativ handel.

Det är inte att förglömma att även om transparensen kommer att öka för slutkunderna så kommer uppkomsten av nya MTF:er öka arbetet hos de olika kontrollerande myndigheterna i respektive länder.

3.2 Marknadsplatser

Enligt det nya EU-direktivet finns det två typer av marknadsplatser, börser och MTF:er. Det finns även värdepappersinstitut som inte omfattas i direktivet som organiserar handel i aktier.

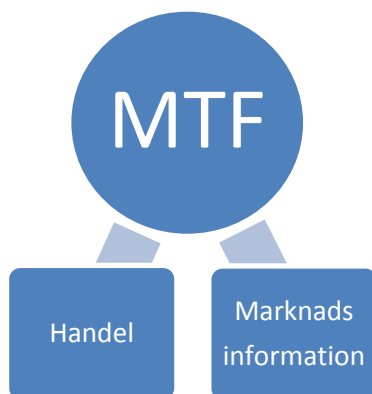
3.2.1. Börs



Börs kallas företag som driver en handelsplats för värdepapper och har tillstånd att driva en reglerad marknad. Det ställs höga krav på bolag vars aktier är börsnoterade och syftet med detta är att information skall vara så symmetrisk som möjligt. I Sverige finns två börser, Nasdaq OMX Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB.²⁵

²⁵ http://www.fi.se/Templates/NewsLetterPage_8730.aspx 2009-12-02

3.2.2. MTF - Multilateral Trading Facility



Börser och värdepappersinstitut kan få tillstånd att driva en enklare typ av värdepappershandel som kallas handelsplattform på svenska och Multilateral Trading Facility, MTF på engelska.

Handeln på en handelsplattform kan vara i aktier som är noterade på en börs som är fallet på Burgundy men kan även omfatta aktier som bara handlas på den egna plattformen som på Aktietorget²⁶. Även om kraven är mycket lägre på en handelsplattform jämfört med en börs vad det gäller till exempel redovisning, insideraffärer och ägarförhållanden har vissa plattformar högt ställda egna krav på bolag som kan handlas hos dem. Idag finns det fyra värdepappersinstitut i Sverige med tillstånd att bedriva värdepappershandel på MTF; First North, Nordic MTF, Aktietorget och Burgundy.²⁷

MiFID har möjliggjort att fenomenet "market fragmentation" i detta fall kan uppkomma, vilket innebär en uppståndelse av ett nytt segment från en tidigare homogen marknad vilket har dess egna distinkta behov, krav och preferenser.²⁸

3.2.3. Övrig organiserad handel med aktier

Värdepappersinstitut som organiserar handel med aktier, som varken är börs eller MTF, är skyldiga att ha en marknadsövervakningsfunktion men förutom detta ställs inga informationskrav utöver institutets egna krav²⁹. Till detta område hör värdepappersinstitut som till exempel Alternativa Aktiemarknaden³⁰.

²⁶ <http://www.aktietorget.se/CompanyListing.aspx> 2009-12-03

²⁷ http://www.fi.se/Templates/NewsLetterPage_8730.aspx 2009-12-02

²⁸ <http://www.businessdictionary.com/definition/market-fragmentation.html> 2009-12-03

²⁹ ibid

³⁰ <http://www.alternativa.se/> 2009-12-03

3.3 Burgundy

Burgundy grundades 2008 av Nordens ledande banker och investmentbanker efter att MiFID implementerats 2007. Burgundy är en MTF för nordiska aktier och initiativtagarna är Nordnet, Avanza, SEB, Evli Bank, Neonet, Nordea, Öhman, Swedbank och Ålandsbanken. Gemensamt står dessa initiativtagare tillsammans med övriga delägare för över 50 % av den totala omsättningen på de nordiska börserna. Burgundys vision är att öka effektiviteten på de nordiska aktiemarknaderna genom att erbjuda en kundorienterad, hög presterande och kostnadseffektiv aktiehandel. Målet för konsortiet är att bli den ledande plattformen för handel i nordiska värdepapper. Burgundy erbjuder idag handel på de mest omsatta aktierna på OMXS30, OMXH25, OMXC20 och OBX25 men har för avsikt att bli en nordisk finansiell hub som innebär att de skall erbjuda samtliga aktier på de nordiska marknaderna, vilket kommer att öka konkurrensen även bland de mindre omsatta aktierna.³¹

Burgundy har inga egna krav på de bolag som handlas utan kraven kommer istället från börserna där bolagen är noterade. Burgundy är inte ensamma om att erbjuda handel i nordiska värdepapper. Konkurrerande handelsplatser som till exempel Chi-X, Turquoise samt BATS erbjuder liknande tjänster. Dessa bolag ägs dock av icke-nordiska banker och är lokaliserade i London.

3.4 Chi-X

Chi-X är Europas största MTF sett till antalet avslut och grundades av den japanska investmentbanken Nomura's dotterbolag Instinet. Chi-X var först med att erbjuda handel på denna nya typ av plattform och introducerades redan 2007, sju månader före MiFID implementerades. Detta har inneburit "first mover advantage" som har varit grunden till deras framgång. Nomuras ambition med Chi-X var att konkurrera med Europas traditionella börser och 2008 började Chi-X förmedla handel med NasdaqOMX OMXS30. I övrigt erbjuder Chi-X handel via bolagets anonyma orderbok³² i Europas 1000 mest likvida aktier i över 21 marknadsplatser och 14 länder. Chi-X är differentierade inom tre särskilda områden vilka är innovation, likviditet samt service. Chi-X har varit mycket framgångsrika på att ingå avtal om en ömsesidig ägarstruktur med ledande värdepappersinstitut såsom Goldman Sachs, Merrill Lynch och Morgan Stanley. Denna typ av ägande innebär större incitament att nyttja CHI-X system vilket även har synts i deras förmåga att ta marknadsandelar³³. En annan viktig aspekt i Chi-X's framgång var att de krympte "Tick-size"-en vilket resulterade i bättre prissättning och högre likviditet.³⁴

³¹ <http://www.burgundy.se/sites/burgundy.se/resources/attachments/Investor%20information.pdf> 2009-12-11

³² Anonym orderbok betyder att endast volym och värdepapper redovisas, alltså ej mäklarhus.

³³ MiFID and the changing competitive landscape. S.14

³⁴ <http://www.chi-x.com/home/who-we-are.asp> 2009-11-24

3.5 Turquoise

Turquoise introducerades 2008 i London av några av världens största banker och investmentbanker. Bakom bolaget står bland andra Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley och Deutsche Bank och anledningen till investeringen var att öka friheten bland deras kunder att välja mellan likvida marknader. Turquoise kan beskrivas som en hybrid som erbjuder handel i både publika och privata bolag. Konsortiet bakom Turquoise uppskattar att systemet kommer att erbjuda en handel upp till 50 % av kostnaderna förknippade med traditionella marknader. Det råder misstankar om att Turquoise skapades för att enbart sätta press på LSE att sänka sina avgifter och att bolaget redan från början inte var menat att vara verksam under en längre tid.³⁵

3.6 BATS

BATS grundades 2005 som en motvikt till den allmänna konsolideringen av den amerikanska värdepappersmarknaden. BATS hade avsikten att förhindra att marknaden hamnade i en duopol där NYSE och Nasdaq kontrollerade praktiskt taget all värdepappershandel. BATS affärsidé vilade på att upprätthålla innovation och kreativitet under en tid när utbudet av liknande produkter minskade. BATS, med bland andra Credit Suisse och Morgan Stanley som ägare, har främst fokuserat på att etablera sig på den amerikanska marknaden och den 11 december 2009 hade bolaget en marknadsandel vid NYSE om 8.85% och på Nasdaq 12.55%.³⁶ På den nordiska marknaden har dock etableringen fortlöpt i en långsammare takt och november 2009 hade bolaget en marknadsandel om endast 1.5%.³⁷

3.7 Distinktion; nätmäklare och mäklare

Nordnet³⁸ och Avanza³⁹ är Sveriges två största nätmäklare och etablerades i slutet av 90-talet. Nätmäklarnas affärsstrukturer fokuserar på att erbjuda billig, effektiv och internetbaserad värdepappershandel och saknar traditionella bankkontor. Bland nätmäklarna har Avanza och Nordnet vuxit kraftigt sedan slutet av 90-talet efter det att marknaden konsoliderats och bolagen förvärvat mindre konkurrenter för att erbjuda ett bredare produktutbud.

Nätmäklarnas intäktsmodeller baserar sig på skalfördelar i form av volym. De har till skillnad från traditionella mäklare inga corporate finance-tjänster, prop-trading⁴⁰ eller sales desk⁴¹ utan fokuserar

³⁵ MiFID and the changing competitive landscape s. 15

³⁶ <http://www.batstrading.com/home/> 2009-12-14

³⁷ Thomson Reuters, bilaga 7

³⁸ <http://org.nordnet.se/undersidor/om-nordnet/historia.html> 2009-12-05

³⁹ <https://www.avanza.se/aza/omavanza/historia.jsp?lang=se> 2009-12-12

⁴⁰ Prop-trading, förvaltning av värdepappersinstitutets egna medel

⁴¹ Sales desk, mäklari till fondförvaltare

nästan uteslutande på retail banking⁴² med en lågkostnadsprofil. Sedan uppkomsten av nätmäklarna har courtagen över tid utsatts för prispress och därmed minskat de traditionella mäklarnas marginaler på handel med värdepapper.

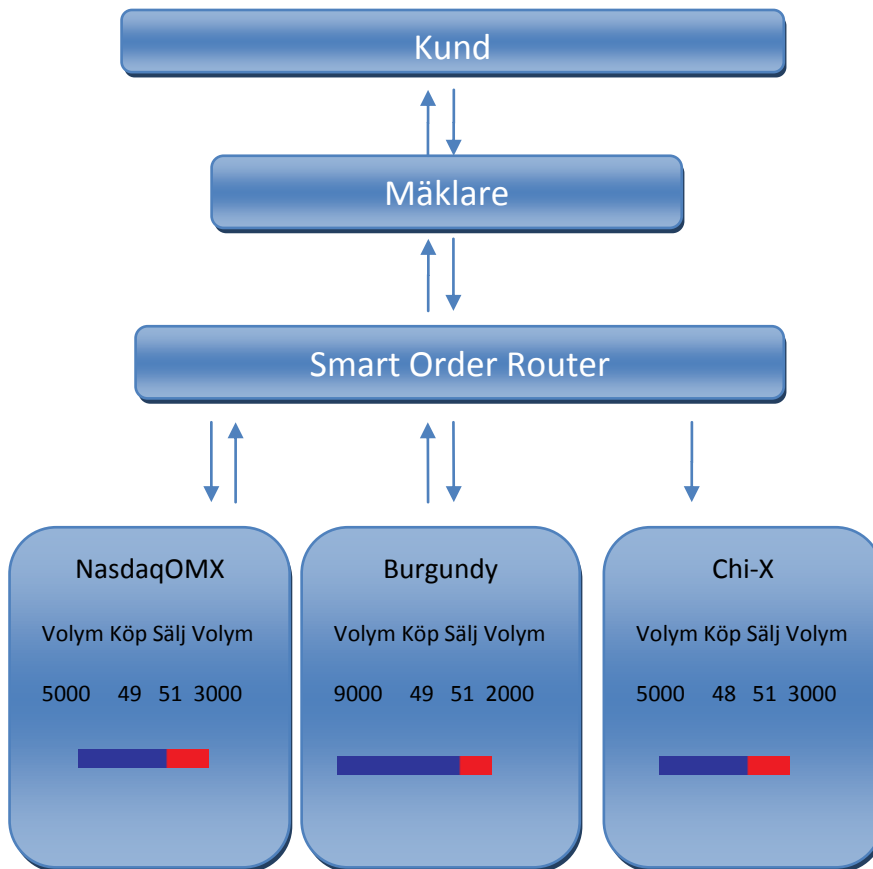
3.8 Smart Order Router

Om en aktie handlas på flera marknadsplatser uppstår svårigheter att hitta bästa möjliga köp- respektive säljkurs. Detta problem har gjort att mäklarhusen har efterfrågat datorbaserade system för att automatiskt kunna hitta bästa avslut och denna teknik kallas för Smart Order Router. Smart Order Router-systemsäljs av mjukvarubolag som konstruerar denna speciellt utifrån de marknadsplatser som är anslutna till mäklarhuset. Målet är förutom att hitta bästa möjliga köp- och säljkurs att minimera transaktionskostnaderna genom att systemet söker igenom olika marknadsplatser och hittar det optimala avslutet⁴³. Systemet tar även hänsyn till sannolikheten att ordern går igenom samt tiden för den eventuella exekveringen.

⁴² Retail Banking riktar sig mot privata konsumenter och erbjuder traditionella banktjänster

⁴³ <http://currency.euroinvestor.co.uk/print/printnewsstory.aspx?storyid=10060699> 2009-11-15

3.8.1 Smart Order Router Illustration



1. Kund ger order om SÄLJ av 13 000 SEB A
2. Mäklare mottager ordern och skickar in den i Smart Order Router-systemet
3. Systemet väljer automatiskt ut bästa pris och om två börs/MTF:er har samma pris väljs det med lägst transaktionskostnad.
4. Systemet väljer i det här scenariot ut 9000 SEB A från Burgundys (49 SEK) då de har lägst courtage och 4000 från NasdaqOMX på (49 SEK) som ligger på samma kurs men har ett högre courtage. Chi-X väljs i det här fallet helt bort då dess högsta köpkurs ligger på 48 SEK.

3.9 Dark Pool Liquidity

Dark pool liquidity används normalt för att minska inverkan på marknaden vid stora order. Det skall dock poängteras att en transaktion aldrig kan minimera marknadspåverkan till noll. Oftast är källan till en mörk transaktion en offentlig marknadsplats vilket innebär att automatiserade system som används av mäklare "avlyssnar" marknaden för bundna order. När likviditeten från den offentliga marknaden sedan omvandlas till dark pool liquidity lämnas spår som lätt kan lokaliseras. Dark pools skiljer sig inte nämnvärt från traditionella marknader förutom att likviditeten och orderdjup förblir dolda under hela transaktionen. Med anledning av att nya MTF:er introduceras ökar möjligheten att handla med dark pool liquidity när banker och börsmäklare får tillgång till nya marknadsplatser över hela världen. Anledningen till att denna typ av handel är attraktiv är att stora poster kan handlas utan hjälp av mellanhänder.⁴⁴

Dock så blir det över tiden svårare att handla stora poster utan att de upptäcks när modern teknologi justerar priser och volym i samma ögonblick som transaktionen genomförs.⁴⁵ Det skall poängteras att en dark pool liquidity-transaktion och dess aktörer förblir dolda och blir offentlig först efter transaktionen. Dessa typer av marknader ger även upphov till så kallade sömnlösa transaktioner där en utländsk investerare enkelt kan handla svenska värdepapper och i gengäld betala motparten med andra värdepapper och således även i detta fall slippa gå via en mellanhand och sänker sina kostnader.

3.10 Uniform Symbology

Uniform Symbology är en europeisk harmonisering av handelssymboler ("tickers") för noterade värdepapper och trädde i kraft oktober 2008. Bakom denna bestämmelse står utskottet för Uniform Symbology och anledningen var att underlätta en ordnad och effektiv handel med värdepapper i Europa. Medlemmarna i detta utskott är bland andra Turquoise, Chi-X, BATS och NasdaqOMX, och anledningen till att detta utskott grundades var att handlare lättare skulle kunna identifiera Europeiska värdepapper samt att det skulle finnas ett organ som kontrollerade och underhöll förändringar av så kallade "tickers" på de olika marknaderna. Genom att införa tydligare bestämmelser huruvida en "ticker" skall namnges kommer det underlätta identifiering av europeiska aktier. Bland annat skall den vara enkel att tyda, inte innehålla fler än 6 bokstäver samt utesluta symboler som saknar relevans.⁴⁶ Denna förändring har fått större genomslagskraft när flertalet MTF:er etablerat sig i Europa.

⁴⁴ http://www.investopedia.com/terms/d/dark_pool_liquidity.asp 2009-12-12

⁴⁵ http://www.businessweek.com/investor/content/oct2007/pi2007102_394204.htm 2009-12-01

⁴⁶ <http://www.nasdaqomxeurope.com/ViewArticle/?contentId=20480> 2009-12-13

3.11 Avvecklingskostnad

När mäklarhusen prissätter sina tjänster, bland annat courtage vid handel, finns olika parametrar som dominerar kostnadsstrukturen. Av dessa brukar kostnaden för avvecklingen vara den mest centrala. Vidare bryts avvecklingskostnader ned i två underliggande kostnader, clearing och settlement.

3.11.1 Clearing

Clearing innebär själva proceduren när ett mäklarhus agerar som en mellanhand och intar rollen som säljare och köpare vid transaktioner av värdepapper för att stämma av mellan de olika parterna. Clearing är nödvändigt vid matchningen av alla köp- och säljorder på marknaden. Orsaken till detta är att de resulterar i en jämnare och mer effektiv marknad, eftersom parterna kan göra överföringar till ett clearing mäklarhus, istället för till varje enskild part som transaktionen har utförts mellan. Mäklarhusen tar således betalt i form av en clearing avgift för att utföra denna tjänst.⁴⁷

3.11.2 Settlement

Det dröjer tre dagar för Euroclear att registrera ny ägare vid handel av värdepapper vilket kallas settlement. Under dessa dagar finns det en risk att motparten inte håller sig till avtalet vilket benämns settlement risk. I mäklarhusens courtage ingår en avgift på den risk mäklarhusen löper vid namn settlement fee.⁴⁸

⁴⁷ <http://www.investopedia.com/terms/c/clearing.asp> 2009-12-04

⁴⁸ <http://www.investopedia.com/terms/s/settlementdate.asp> 2009-12-04

4. Teoretisk Referensram

Teorier som används för att analysera den rådande situationen som uppstår genom att MiFID träder ikraft presenteras i detta kapitel. Inledningsvis kommer vi att presentera de teorier som valts och argumentera för dessa val. Teorierna kommer att beskrivas i den omfattning som anses vara nödvändig för studien.

4.1 Om teorival

De teorier vi ämnar använda kommer att gå igenom i den omfattning de påverkar vår studie. En av dessa teorier är den effektiva marknadshypotesen som kommer belysa den operationella effektiviteten inom värdepappershandeln. MTF:ers kontinuerliga effektivisering av den operationella verksamheten leder till bättre tjänster med lägre kostnader och dessa aspekter är högst relevanta för kunden. Förutom att granska MTF:erna internt måste även externa effekter analyseras och därför har vi valt att utifrån perfekt konkurrens granska hur konkurrenssituationen ser ut och kommer att utvecklas i framtiden. Denna analys kompletteras med Herfindahl-index som mäter marknadskoncentrationen mellan de marknadsaktörer som finns på aktiemarknaden. Vi anser att Herfindahl-index kan ge oss ett bredare perspektiv i vår beskrivning av den rådande marknadsstrukturen som i sin tur är grunden för handelsplattformarnas kostnadsstrukturer.

4.2 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) innebär att om nya uppgifter kommer fram om ett företag så kommer denna information snabbt diskonteras i aktiepriset. Denna hypotes i en perfekt marknad betyder att man endast via slumpen kan göra en överavkastning och därför kommer det finnas lika många investerare som underpresterar som överpresterar. Effektiva marknadshypotesen utgår från att all information finns tillgänglig för alla och att när ny information kommer fram så sprids den lika snabbt till samtliga aktörer.⁴⁹

Det finns tre typer av effektivitet och det är anledningen till att det är ett ganska tvetydigt begrepp. Allokering av knappa resurser handlar om att effektivisera nyttjandet av våra begränsade resurser och det som man mest forskar inom är effektiviteten på prissättningen av tillgångar men dessa två typer väljer vi att exkludera i vår undersökning.

Den operationella effektiviteten inriktar sig på kostnad, snabbhet och tillförlitlighet och det är genom hög konkurrens som man uppnår högst effektivitet. För slutkunden är det eftersträvansvärt att det är så hög

⁴⁹ Corporate Financial Management, Glen Arnold, Fourth edition , 2008

konkurrens som möjligt mellan börser och mäklare, detta för att vinsterna inte ska vara överdrivna i likhet med en monopolistisk marknad.

Tillförlitligheten innefattar att transaktionen verkligen äger rum och att detta sker i enlighet med lagstiftningen. Hastigheten av exekutionen av en order har på senare tid fått allt större betydelse, då de teknologiska avancemangen skapat en helt ny typ av handel. Högfrequenshandeln (High frequency trading) är ett samlat begrepp för aktieaffärer som med förprogrammerade datorer identifierar och utnyttjar affärsmöjligheter som människan inte kan uppfatta.⁵⁰ Sedan Burgundy blev verksamma har allt fler högspecialiserade trading firmor fått upp ögonen för de nordiska aktiemarknaderna, då Burgundys lägre kostnader gjort denna typ av handel lönsam. I USA är företeelsen utbredd, då den automatiserade handeln står för 70 procent av börsomsättningen.⁵¹ För dessa tradingfirmor är t.o.m. en miljondels sekund av betydelse och dem betalar därför stora summor för att få ställa sin server så nära börserna som är fysiskt möjligt, enbart för att kunna minimera tiden det tar för att datorn ska reagera på ny prisinformation.⁵²

4.3 Perfekt Konkurrens

Begreppet perfekt konkurrens indikerar att denna marknadsstruktur är ett teoretiskt stadium som i verkligheten inte går att uppnå, då dess antaganden inte anses vara realistiska. Genom att studera modellen kan man dock få värdefulla insikter i hur en marknad med hög konkurrens kan vara snarlik detta scenario.⁵³ För att modellen ska vara tillämpbar krävs det dock att fem kriterier ska vara uppfyllda.⁵⁴

- I) Produkterna som tillverkas hos de olika företagen är homogena, alltså perfekta substitut.
- II) Det finns många företag som är beredda att producera en varan till ett visst pris och det finns många konsumenter som är beredda att handla till ett visst pris.
- III) Perfekt information - Priser och kvalitet anses vara kända för alla konsumenter och producenter.
- IV) Det finns inga inträdesbarriärer på marknaden och det är fritt för företag att lämna marknaden.
- V) Inga transaktionskostnader existerar för köpare och säljare vid utbyte av företag.

Om dessa kriterier är uppfyllda kommer företagen agera som pristagare och det kommer vara konsumenternas efterfrågan som främst avgör priset. Företagen kommer alltså inte vilja sätta ett pris som

⁵⁰ http://www.e24.se/business/bank-och-finans/stockholmsborsens-hemliga-storspelare_1731887.e24, 2009-12-15

⁵¹ Ibid

⁵² http://www.e24.se/business/bank-och-finans/den-hemliga-aktiehandeln_1634389.e24, 2009-12-15

⁵³ Cabral, Luis M.B. Introduction to Industrial Organization. Cambridge: the MIT Press, (2000), s 3

⁵⁴ Stephen Martin, Industrial Organization – A european perspective, New York: Oxford University Press(2001), s 10

är högre än den som bestäms av marknaden för att de tror att de kommer förlora sin marknadsandel om priset sätts högre än det gällande marknadspriset.

Maximering av vinsten för producenterna blir att bestämma storleken på kvantitet, då priset redan är angivet är antalet produkter det enda sättet att styra vinstutvecklingen. Kvantiteten är beroende av de totala kostnaderna och på kort sikt kommer företagen att välja att sälja den kvantitet där marginalkostnaden (kostnaden för att producera ytterligare en vara) är lika med marknadspriset. Priset beror på antalet aktörer i en marknad och ju fler aktörer, desto lägre kommer priset att vara för att kunna tillfredsställa efterfrågan på marknaden.⁵⁵

Vinst uppstår endast om marknadspriset överstiger den totala genomsnittliga produktionskostnaden men om denna möjlighet finns kommer nya aktörer att slå sig in på marknaden, vilket kommer pressa ner marknadspriset. Prispressen kommer att fortgå till den nivå där marknadspriset blir lika med företagets totala genomsnittliga kostnad eftersom om marknadspriset sjunker ytterligare går företagen med förlust och kommer därför lämna marknaden.

På lång sikt när marknaden är i jämvikt med perfekt konkurrens tillverkas den mängd varor som gör att deras marginalkostnad är lika med priset, vilket innebär att företagen gör varken vinst eller förlust.⁵⁶

Teorin om perfekt konkurrens har många kritiker, en av dem är Aumann som menar på att ett enskilt företag inte har en förmågan att påverka priserna. Detta motiveras ofta genom att en producent eller konsument i regel är så liten i förhållande till hela marknaden att dess närvaro eller frånvaro lämnar jämviktspriset oförändrad.⁵⁷

Aumanns synsätt skiljer sig från den ursprungliga modellen genom att agenter kan välja sina priser men kan inte individuellt påverka marknadspriset medan det traditionella synsättet utgår från att agenterna ser priset som en parameter. Det bör dock tilläggas att båda synsätten kommer fram till samma resultat.⁵⁸

4.4. Monopol

Vid monopol finns ej möjligheten för konsumenten att välja alternativa producenter. Ett vedertaget begrepp inom nationalekonomi där ett företag som besitter monopolställning på en marknad möter en försumbar konkurrens gällande utbud. Vid det fall som konkurrens är närvarande, står mindre bolag för max 30-40 % av marknaden och hotar därmed inte monopolbolagets relativa marknadsandel.⁵⁹

⁵⁵ Stephen Martin, *Industrial Organization – A European perspective*. New York: Oxford University Press (2001), s 58

⁵⁶ Stephen Martin, *Industrial Organization – A European perspective*. New York: Oxford University Press (2001), s 16

⁵⁷ Aumann, R. J., "Markets with a Continuum of Traders", *Econometrica*, Vol. 32, No. ½ Jan. - Apr. (1964) s 39-50

⁵⁸ Ibid

⁵⁹ *Economics of strategy*; Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer 2007 s. 202

NasdaqOMX var tidigare monopolister och kontrollerade all handel med värdepapper noterad på deras börs.

4.5 Oligopol

När en marknad endast består av ett fåtal aktörer, där prissättningen i hög grad påverkar konkurrenternas produktiva strategier, kallas för oligopol marknad. Ett centralt element inom detta begrepp är hur bolag påverkas och besvarar prissänkningar på en marknad men även på hur dessa bemöter möjligheter som uppstår.⁶⁰

4.6 Herfindahl Index

Vid en närmare undersökning av värdepappersinstitutens kostnadsstrukturer är det viktigt att mäta marknadens struktur. Marknadsstruktur refererar till antalet bolag på en marknad⁶¹. Herfindahl index motsvarar summan av alla aktörers marknadsandelar. Ekvationen ser ut som följande; Herfindahl =

$$\sum i(S_i)^2$$

där S_i representerar den relativa marknadsandelen för bolag i . Således, i en marknad med

två aktörer där dessa vardera kontrollerar 50 procent, blir Herfindahl index $.5^2 + .5^2 = .5$. Vi har valt att applicera denna teori då den är central i vår analys av marknaden. Sedan avregleringen av börsen 1993 har marknaden ständigt förändrats och fragmenterats, varvid priserna minskat avsevärt. Herfindahl index tillåter oss att förklara prissättningen av de olika tjänsterna när utbudet av internetbaserade tjänster ökat. Ytterligare fragmentering av marknaden skedde när MiFID implementerades och således har fler bolag tillkommit och därför är ett index över marknadsstrukturen mer aktuellt. Enligt detta index finns olika kategorier för att definiera en marknad. Kategorierna är som följer:

Fyra typer av marknadsstruktur och priskonkurrensens intensitet:		
Typ av Konkurrens	Typ av Herfindahl:	Pris konkurrensens intensitet
Perfekt konkurrens	Vanligtvis under 0.2	Intensiv
Monopolistisk konkurrens	Vanligtvis under 0.2	Kan vara intensiv eller svag, beroende på Produkt differentieringen
Oligopol	0.2 till 0.6	Kan vara intensiv eller svag, beroende på Intern rivalitet
Monopol	0.6 och över	Vanligtvis svag, om inte hotat av nya bolag

Viktigt att uppmärksamma är att tabellen endast är suggestiv. Detta innebär att om det enligt tabellen endast skulle finnas två aktörer på en marknad, skulle dessa två inte konkurrera med varandra. I

⁶⁰ Economics of strategy; Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer 2007 s.208

⁶¹ Economics of strategy; Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer 2007 s.198

normalfallet innebär ett fåtal aktörer högre priser men det finns även oligopolistiska marknader där priset är en av få konkurrensfördelar. Det skall därmed förtydligas att även externa omständigheter som påverkar prissättning skall tas med i beräkningarna och det är otillräckligt att till fullo förlita sig på Herfindahl index.⁶²

En viktig teori som är starkt korrelerad med Herfindahl är Bertrands modell för priskonkurrens. Denna modell förklarar priskonkurrensen vid oligopol och således kan ge klarhet till den aktuella relativa rigida marknadsstrukturen. Bertrands modell hävdar att varje bolag tar ett pris som ligger så när som vid perfekt konkurrens, det vill säga nära en marginalkostnadsprissättning. I Bertrands modell väljer bolag det pris de tror kommer maximera sin vinst, givet det priset de tror konkurrenterna kommer välja och varje enskild firma tror vidare att konkurrenternas prissättning är fast.⁶³

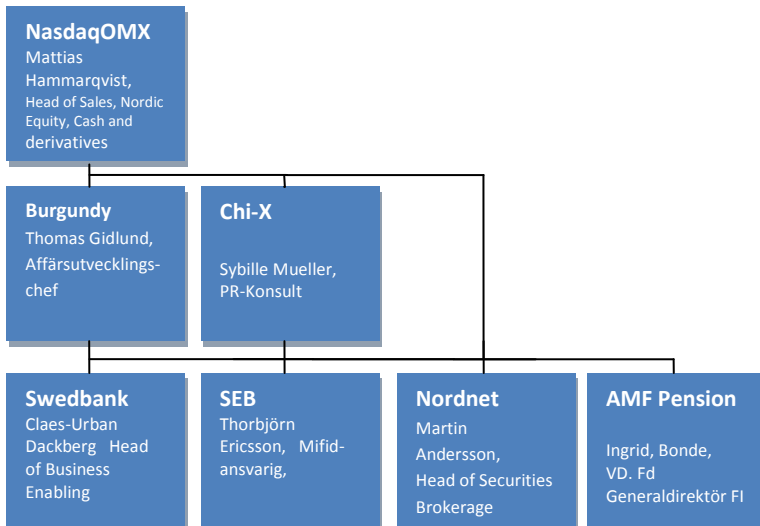
⁶² Economies of strategy; Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer 2007 s.198

⁶³ Economies of strategy; Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer 2007 s. 213

5. Empiri

Vår empiri består av intervjuer med personer i ledande befattningar på mäklarhus, handelsplattformar, börs och fondförvaltare.

5.1 Intervjuer



5.2 Intervju med Mattias Hammarqvist, Head of Sales, Nordic Equities and Derivates, NasdaqOMX

NasdaqOMX är den aktör som i hög grad har påverkats av den ökade konkurrensen men Mattias Hammarqvist har generellt en positiv syn på de förändrade marknadsvillkoren. Det går inte att undvika att NasdaqOMX har tappat marknadsandelar från 90 procent av omsättningen till mellan 80 och 85 procent beroende på hur man definierar marknaden.

NasdaqOMX har sänkt sina priser dramatiskt för att kunna vara konkurrenskraftig och fortsätta vara den ledande marknadsaktören. I frågan om NasdaqOMX's redan genomförda prissänkningar kommer vara tillräckliga är Mattias övertygad att priset bara kan gå ett håll och det är ner, dock kan han inte uttala sig hur NasdaqOMX explicit tänker möta konkurrensen. Däremot anser han inte att avgifterna kommer gå mot noll så som det ser ut i USA idag. Anledningen till att utvecklingen i Europa skiljer sig från USA är att värdepappershandeln i USA är i högre grad reglerad, där har en myndighet samlar in all marknadsdata och sedan distribuerar vidare detta till varje marknadsplats och beroende på marknadsandelen i procent får man betalt. Detta system är präglad av ett mer socialistiskt synsätt men det finns även en del anhängare i Europa som gärna ser att den europeiska aktiemarknaden använder sig av samma system.

Samtidigt påpekas att stora aggressiva order ofta blir dyrare handla via flera olika MTF:er med mindre likviditet än om ordern exekveras på en stor marknadsplats.

Gällande framtiden har Mattias uppfattningen att de inte får låta priset bli den avgörande faktorn och istället ha en nisch där NasdaqOMX står sina medlemmar nära och är lyhörda när exempelvis förändringar orderboken genomförs. Förtroendet för marknadsplatsen kommer spela en viktig roll då handeln på MTF:er inte har samma kontroll som de reglerade marknaderna. De stora kunderna måste kunna förlita sig på att all handel sker i enlighet med lagstiftningen.

5.3 Intervju med Thomas Gidlund, affärsutvecklingschef, Burgundy

Fokus i denna intervju har legat på att identifiera de svårigheter och etableringshinder som en ny MTF påträffar. Konkreta exempel på etableringshinder är att ekonominyheter på TV och i dagspress där de endast tar upp NasdaqOMX's handel men ej övriga MTF:ers, vilket inte avspeglar hela bilden och inte heller ger tittare eller läsare information att andra handelsplattformar existerar.

NasdaqOMX redovisar varje månad hur mycket de olika mäklarhusen omsätter på deras börs. När företag vill börsintroduceras är det vanligt att de utgår ifrån NasdaqOMX's månadsstatistik när de ska välja mäklarhus. Detta gör att mäklarhusen har incitament att handla kvar på NasdaqOMX för att dra till sig framtida börsintroduktioner trots att de skulle kunna minska sina kostnader ifall de handlade på till exempel Burgundy.

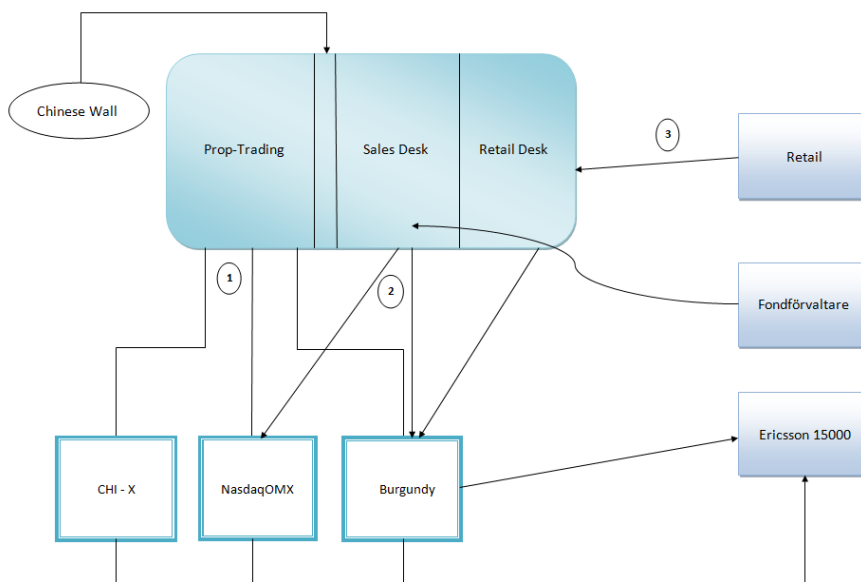
För att Burgundy ska gå från dagens marknadsandel på 3,7 % till deras mål på 25 % i slutet på 2010 är det viktigaste att kunderna, det vill säga mäklarna har tekniken för att kunna handla genom dem. När de väl har tekniken att handla är det informationsspridningen inom företaget av stor vikt. Förutom prismässigt skall Burgundy inte skilja sig något mot att handla på NasdaqOMX och är idag deras huvudkonkurrent. Övriga konkurrenter som till exempel Chi-X erbjuder endast handel i de mest omsatta på de nordiska marknaderna.

Burgundy marknadsför sig inte mot småsparare eftersom de inte är deras kunder. Även om kunder hos internetmäklare idag kan välja vilken handelsplats de vill handla på tror Thomas Gidlund att mäklarna om några månader istället slår ihop de olika MTF:erna till ett aggregerat orderdjup vilket medför att slutkunden lättare kan överskåda prisbilden. En Smart Order Router kommer att fatta beslutet var man hittar bäst pris. Han tycker vidare att småsparare borde välja den mäklare som kan erbjuda flest handelsplatser. På kort sikt tror han inte att courtaget kommer att minska eftersom stora investeringar i

teknik måste göras. På lång sikt, 10-15 år, skulle courtaget fungera på så sätt att köpare får betalt och att säljare betalar courtaget.

Den ökade handeln på Dark pools innebär svårigheter för andra aktörer att se vad som hänt i den enskilda transaktionen då den som namnet uttryckt är mörk eller dold. Andra problem som dykt upp i och med konkurrensen bland mäklare är att vissa är beredda att ta stora risker för att få marknadsandelar, till exempel genom Bonzord-access, det vill säga att de godkänner kundens order trots att kunden inte har värdepappret alternativt pengarna för affären. De nya MTF:erna innebär mer att göra för FI men Thomas ser ingen risk för att insiderhandeln skulle öka på grund av den utspridda handeln.

5.3.1 Illustration av informations-spridningsproblem



1. Prop-Trading⁶⁴, det vill säga avdelning för förvaltning av mäklarehusets egna medel, har incitament att hitta lägsta möjliga transaktionskostnad då de arbetar efter absolut avkastning och har rörlig ersättning. Därför är de varit väldigt mottagliga för ny information som kan ge dem lägre kostnader vilket gör att de idag är de som främst handlar via Burgundy och andra nya handelsplattformar.
2. Sales Desk, som har fondförvaltare som kunder, och Proprietary-Trading har en så kallad Chinese Wall emellan vilket innebär att de inte får diskutera olika order enligt lag som fondförvaltarna har givit får då hade Proprietary-Trading kunnat utnyttja detta och positionera sig på ett visst sätt för att kunna tjäna på kortsiktig kursrörelse. Trots denna Chinese Wall träffas anställda från dessa två avdelningar vid andra informella tillfällen där Proprietary-Trading kommer berätta för Sales Desk

⁶⁴ <http://www.investopedia.com/terms/p/proprietarytrading.asp> 2009-12-10

att det finns möjlighet att sänka transaktionskostnader på att använda MTF:er vilket Sales Desk blir intresserade av och börjar använda.

3. Efter en tid får även Retail Desk, som är mäklare, reda på att det finns pengar att spara men har inte samma incitament då de inte handlar med lika stora volymer som Sales Desk och inte har mål på absolut avkastning som Proprietary-Trading. Trots färre incitament kvarstår ändå kostnadsbesparingen som argument och tids nog kommer även Retail Desk att erbjuda sina kunder att handla med MTF:er.

5.4 Mailintervju med Sybille Mueller, PR-konsult, Chi-X

Sybille Mueller från Streets Consulting har på uppdrag av Chi-X svarat på frågor som berör bolagets etablering i Norden och Europa i övrigt. I proportion till Chi-X totala genomsnittliga omsättning per månad stod Norden för 4,71% i november 2009, jämfört med 3,01% i mars samma år. Enligt Sybille Mueller prognostiserar Chi-X inga framtidsutsikter utan varje marknad har unika karakteristika och tillväxtkurvor varpå det vore irrationellt att för varje marknad förmedla Chi-X generella marknadssyn. Chi-X har dock upplevt en högre relativ tillväxt på marknader där det varit verksamma under längre tid, till exempel Tyskland, Holland och Storbritannien där marknadsandelarna gradvis ökat till 10 %, följt av en kraftigare tillväxt. Orsakerna till detta varierar från det ökade antalet MTF- medlemmar i en viss region, till att medlemmarnas Smart Order Routers är uppkopplade och att routing ordrar till Chi-X Europe visar bättre pris. Baserat på Chi-X's erfarenheter av andra delar i Europa, förväntar de sig att se ett liknande tillväxtmönster i Norden.

Efter det att fler Smart Order Routers har blivit aktiva i Norden har fler order gått igenom Chi-X och således gett dem högre marknadsandelar eftersom de enligt Sybille erbjuder bättre priser.

Chi-X kommer att fortsätta registrera nya MTF-medlemmar för handel och anser att det är av intresse för slutkunden att finansiella institut i Norden ansluter till MTF:er som Chi-X för att dra nytta av priset och de värdehöjande möjligheter de erbjuder.

Skillnaden mellan Chi-X och dess konkurrenter, däribland Burgundy, är att de bland annat erbjuder mer avancerad och snabbare exekvering. Under tiden som andra MTF:er lanserades stod det klart att marknaden behövde snabbare, billigare och smartare alternativ till handel än som de etablerade börserna tillhandahöll. Marknaden kommer sannolikt inte att kunna stödja ett större antal MTF:er och det redan nu finns tecken på konsolidering, där till exempel Turquoise nu är ute till försäljning samt att Euro Millennium fusionerat med Smartpool. I framtiden räknar Chi-X att tre till fyra europeiska MTF:er kommer att överleva och med tanke på deras egen erfarenhet av marknaden och dess konkurrenter, hoppas Chi-X att de via innovativa produkter och god service vara en av dessa alternativ.

5.5 Intervju med Claes-Urban Dackberg, Head of Business enabling, Swedbank

Swedbank har inte valt att investera i Burgundy med målsättningen att Burgundy kommer att vara den största MTF:en i Norden. De har istället varit med för att de vill behålla den nordiska förankringen och därmed ha en konkurrensfördel gentemot andra europeiska MTF:er med till exempel informationssystem mer anpassade för Norden.

Innan MiFID hade Londonbörsen ca 97 % av omsättning och anledningen till att den var så hög då var att all handel, även den utanför börsen var tvingad att registrera sig där. Nu har man lättat på denna regel vilket är en stor del av förklaring till varför Londonbörsen har tappat hela 40 % i omsättning, det vill säga inte alls som media i allmänhet vill poängtera att 40 % av handeln har gått till andra MTF:er .

Den stora fördelen med MiFID ligger i integrationen av europeiska marknadsplatser samtidigt som att det är intermediärerna som får betala vilket de ökade kostnaderna vilket är få som har insett. För de största investmentbankerna kommer investeringar uppemot 75 till 100 miljoner SEK bli aktuellt för att helt kunna marknadsanpassa sig. Idag kan Swedbank handla med lägre transaktionskostnader men för att nå hit har de investerat stort i teknik samtidigt som kraven på ökat konsumentskydd har gjort att deras driftkostnader har ökat markant och kommer vara bestående. Därför är inte Claes-Urban helt säker på lägre courtage, inte ens på lång sikt.

5.6 Intervju med Torbjörn Ericsson, Mifid-ansvarig, SEB

Styrelseledamot för SEB i Fondhandlarföreningen och i Burgundy

SEB har valt att engagera sig i Burgundy för att säkerställa att det etableras konkurrens i handel av nordiska värdepapper och därmed bryta monopolen som tidigare NasdaqOMX och Oslo börs har haft.

SEB har ambitionen att inkludera alla handelsplattformar där nordiska aktier handlas och är idag direkta medlemmar hos Burgundy, OMX och Chi-X samt indirekt hos resterande MTF:er via andra parter. Kostnaden för att ansluta fler MTF:er är relativt liten när man väl har systemen klara.

En av förklaringarna till Chi-X framgång är att de började använda sig av andra Tick-size vilket gjorde att de kunde minska spreaden och på så attrahera volym. Idag finns det en överenskommelse mellan den europeiska börsfederationen och MTF:erna om att man inte ska konkurrera med Tick-size, vilket har gjort att Chi-x volym av totalmarknaden har minskat.

Torbjörn anser att MiFID i stort är positiv men att lagstiftaren har missat vissa delar, bland annat att termen "best execution" inte tillräckligt tydligt definieras, att det i princip bara betyder att banken ska

följa sina egna regler men att det är lätt att som slutkund uppfatta att uttrycket har en annan innebörd. Ett annat problem är att MiFID inte beskriver hur man ska splitta en passivorder vid orderläggning. Det är även synd att direktivet inte stramar upp reglerna kring "Dark Pool"s. "Dark Pool"s behövs då all handel inte lämpar sig för normal börshandeln men idag är trenden att alltmer går denna väg vilket inte ger en rättvis av den upplysta handeln. I Bryssel kommer snart en genomgång av direktivet att genomföras vilket kommer att mynna ut i ett nytt direktiv, MiFID 2, med kompletteringar och ändringar från det förstnämnda.

Fasta kostnaderna för ny teknik för att hantera handel i samma värdepapper på flera marknadsplatser uppgår för en normalstor aktör på cirka 10 till 20 MSEK medan en liten mäklare med främst manuell handel skulle kunna komma undan på 2 MSEK om denne optimerar sina kostnader. Att ta ut kostnaderna för nya system och ökad kundsäkerhet genom höjda courtage tror Torbjörn blir svårt med tanke på att branschen sedan många år karaktäriseras av tuff konkurrens och kontinuerligt sänkta courtagenivåer utan att underliggande kostnader för handel har sänkts.

5.7 Intervju med Martin Andersson Head of Securities Brokerage, Nordnet

Nordnets investering i Burgundy har varit ett led i att just erbjuda sina kunder nya tjänster och har påverkat bolagets infrastruktur på flera områden. Den hittills största utmaning har varit att hantera uppkomsten av fler marknadsplatser samt hur bolaget skall hantera fragmenteringen som nu sker på marknaden. Ju fler marknadsplatser som Nordnet ingår avtal med desto mer krävs i form av avancerade tekniska lösningar som till exempel Smart Order Router, som söker av marknadsplatser, priser och volym. Martin Andersson är osäker på hur MTF:er kommer att utvecklas det närmsta året och Nordnet befinner sig nu vad de anser vara mitt i denna strukturella förändring. Själva implementeringen och driften av MTF:er är helt och hållet förbehållen mäklarna, där kunden inte kan påverka utvecklingen. Detta innebär att utvecklingen sker efter prioriteringar för mäklarna och bankerna, vilket han menar inte var tanken med MiFID och kan vara en av anledningarna till att marknadsstrukturen i Sverige fortfarande är relativt oförändrad.

En central utmaning som mäklarna står inför är att lösa marknadens komplexitet för kunden. Nya marknadsplatser innebär ett åtagande från mäklarens sida i form av investeringar i tid och kapital. För att inte tappa marknadsandelar måste detta ske före de traditionella bankerna. Storleken på till exempel SEB och Handelsbanken gör dem visserligen mer trögörliga, men tillgången på kapital möjliggör en snabbare implementering av nya affärssystem. När dessa banker väl påbörjar interna förändringar sker det i en mycket snabb takt vilket således innebär ett större antal nya kunder och är en central konkurrensfördel för dessa stora banker. Detta innebär vidare att om de stora bankerna hinner före resten av marknaden

med att tillhandahålla nya tjänster blir det svårt för till exempel Nordnet att hinna ikapp. Etableringen av MTF:er har trots stora kostnader inte inneburit något negativt för mäklarna. Tekniska utmaningar i form av Smart Order Router-system har möjligen varit en utmanande uppgift, men i övrigt har marknaden blivit mer öppen och harmoniserad vilket gagnar samtliga aktörer. Mycket positivt har kommit från MiFID, till exempel att primärbörserna har fått sänka sina avgifter och att direktivet medförde en helt annan medvetenhet från kunderna vilket är en förutsättning till att konkurrensen skall öka. Nordnets ambition är att inkludera samtliga av marknads MTF:er, men mäklarna och bankerna kommer bedöma vilka MTF:er de ska ingå avtal med efter enskilda fall. Marknadens prisbild kommer möjligen tvinga aktörerna att samarbeta med samtliga marknadsplatser, om inte direkt så via en extern mäklare. Ett optimalt scenario vore att inkorporera samtliga aktörer till systemet men tillgången på kapital hindrar dem från att göra det. Enligt Martin måste bolag som Nordnet och Avanza således vara lite smartare och ingå avtal med MTF:er och externa mäklarhus som ger dem långvarig konkurrensfördel.

Media har haft en mycket central roll i hur etableringen av MTF:er har fortlöpt. Nordnet anser att de har ett stort ansvar i hur det ska uttrycka sig samt vilken bild de ska förmedla av MTF:er. De måste även vara oberoende i sättet att lyfta fram för- och nackdelar och som delägare i Burgundy blir en oberoende ställningstagande svår att hantera. Att detta inte har skett beror på att media inte har kunskapen på hur MTF:ers verksamhet fungerar. Dock så har även Burgundy ett ansvar att förmedla information till media och måste marknadsföra sig på ett neutralt sätt. Informationsutbyte med media måste synkroniseras med tekniken som finns tillgänglig vilket i många fall är svårhanterlig.

Om framtiden anser Martin Andersson att de traditionella börserna kommer utsättas av en allt större konkurrens från MTF:er. Den MTF som haft störst framgång är Chi-X som i nuläget har över 100 medlemmar anslutna till deras plattform. En plattform som däremot har stött på problem är Turquoise. Till en början hade de avtal med en mängd mäklarhus men när dessa avtal löpte ut och inte förnyades lämnades de vingklippta. För tillfället förlitar sig verksamheten på konstgjort andning vilket har lett till att rykten går om att Londonbörsen kommer köpa upp Turquoise. Burgundy har hämtat inspiration från Chi-X och deras förmåga att locka till sig likviditet. För att inte hamna i samma sits som Turquoise måste Burgundy's verksamhet fortlöpa utan uppbackning från mäklarhusen som står för likviditeten.

5.8 Mailintervju med Ingrid Bonde, VD AMF Pension

Fd Generaldirektör för Finansinspektionen

Ingrid Bonde var generaldirektör för Finansinspektionen (FI) vid implementeringen av MiFID. För FI innebar detta en ökad resursallokering men inte alls i samma grad som i andra EU-länder eftersom Sverige redan infört en del av konsumentskyddsdimensionen i direktivet genom lagen om finansiell rådgivning.

För AMF Pension, där Ingrid Bonde är VD sedan 2008, har MiFID inte inneburit så stor skillnad. Etableringen av MTF:er har satt press på börskostnaderna men å andra sidan är marknaden i Sverige för liten för att ha mer än en handelsplats på, vilket har inneburit att likviditeten på respektive handelsplats har sjunkit. Totalt sett är det svårt att säga vad som vägt tyngst under detta turbulenta år.

6. Analys

I detta kapitel analyserar vi empirin utifrån våra teoretiska och praktiska referensramar och formar två möjliga scenarior.

6.1 Effektiva Marknadshypotesen

Den ökade integrationen och konsolideringen av kapitalmarknaderna, utvecklingen av informationsteknologin samt förändring av reglementen har förändrat konkurrenssituationen på börsindustrin. Börserna agerar numera mer som företag, där anpassningen till den förändrade miljön sker via ökad automatisering och förändringar i organisationsstyrningen, genom att skapa allianser för att få skalfördelar och kunna minimera kostnaderna.^{65 66} Börserna idag är i hög grad beroende av teknik, vilket innebär att det är främst via investeringar i ny teknik som de kan effektivisera och öka kvaliteten i sin verksamhet. Denna uppfattning stämmer överens med Brynjolfssons studie som menar på att 1 investerad dollar i teknik genererar 5 dollar i extra marknadsvärde.

Trading venue	Execution Speed*
Chi -X	2-10 ms
OMX	7-135 ms

*Low number is as reported by the market, if available. The high number is average time reported by Instinet for routing orders from their system to the market in June 2007.⁶⁷

Marknaden ställer allt högre krav på hastigheten av exekutionen, då det blir allt svårare för investerare att vara först på ny information. Som tabellen ovan visar råder det stora skillnader i hastighet mellan NasdaqOMX och Chi-X. För NasdaqOMX som representerar de gamla börserna tar det som snabbast 7 ms (mikrosekunder) och i genomsnitt 135 ms vilket skiljer sig ganska markant från Chi-X som har motsvarande 2-10 ms. De handelsplattformar som uppkommit i samband med MiFID har den fördelen att de kan investera i den senaste och bästa tekniken direkt medan NasdaqOMX tvingas uppgradera befintliga handelssystem som de tidigare inte behövt på grund av den lägre konkurrensen.

⁶⁵ T. Arnold, P. Hersch, J.H. Mullherin and J. Netter, Merging Markets. Journal of finance 52 (1999), s 655-681.

⁶⁶ I. Hasan och M. Malkamäki, Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective. Journal of Banking and Finance (2000) s. 2339-2366

⁶⁷ Ryan J. Davies, MiFID and a changing competitive landscape, (Uppdaterad July 2008), s 13

De finansiella institut som vi valt att intervjua har vi frågat huruvida de anser att någon aktör skulle vara mer eller mindre tillförlitlig men svaret har blivit att tjänsten är så pass standardiserad så att man inte kan märka någon signifikant skillnad.

6.2 Perfekt Konkurrens

För att kunna analysera marknaden för MTF:er utifrån modellen för Perfekt konkurrens behöver vi undersöka i vilken grad kriterierna för modellen stämmer överens med den verklighet som på värdepappershandeln.

I) Enligt det första kriteriet måste produkten som MTF:erna tillhandahåller vara homogen. MTF:ernas produkt är relativt standardiserad och även det finns skillnader i hastigheten av exekvering och vilka stödtjänster som varje aktör erbjuder är det främst priset som är avgörande för kunden.

Det är viktigt att upplysa att alla MTF:er inte har samma produktutbud. NasdaqOMX och Burgundy är de enda som erbjuder handel i samtliga värdepapper noterade på NasdaqOMX, vilket skulle kunna ge dem en konkurrensfördel gentemot utländska aktörer som endast valt att inkludera de tusen mest likvida aktierna i Europa.

II) Innan implementeringen av MiFID hade NasdaqOMX en dominerande ställning på marknaden och i takt med att antalet MTF:er ökat, har de tagit marknadsandelar. I dagsläget är det många fler marknadsaktörer och förutsättningen att komma nära perfekt konkurrens har ökat. För tillfället befinner vi oss i en övergångsfas, där de finansiella instituten uppgraderar sina handelssystem för att kunna inkludera tjänster från de nyuppkomna aktörerna. De institutioner som redan är förberedda på handeln via MTF:er har en konkurrensfördel. Detta betyder att även om vissa finansiella instituten skulle vilja handla via en MTF är detta inte möjligt. Att alla produkter inte är tillgängliga för alla parter gör att detta kriterium inte uppfylls.

III) Prissättningen i marknaden för värdepappershandel är väldigt komplex och differentierad. För att få bästa möjliga pris är det två komponenter som måste uppfyllas. Det första priset är den volymbaserade avgiften som MTF:en erhåller och dessa priser är kända för alla men i viss mån beroende på vilken volym institutet innehar. Den andra delen som påverkar priset är vikten att institutet verkligen handlar via den MTF som har bäst pris.

I framtiden kan vi förvänta oss en marknad som i större grad har perfekt information när så när som alla finansiella institutioner kommer använda sig av Smart Order Router. Detta innebär att det aggregerade orderdjupet på alla MTF:er blir tillgänglig för samtliga institut och då har alla tillgång till all information.

Som tidigare nämnts handlar i dagsläget inte alla aktörer på samma villkor, vilket motsätter uppfyllandet detta kriterium.

IV) I princip kan alla som har tillräckligt med startkapital och som uppfyller de krav som lagstiftningen kräver slå sig in på marknaden och konkurrera med de andra aktörerna. Vid en djupare analys av den svenska marknaden så utgör media ett hinder, då media endast redovisar den del av omsättningen som NasdaqOMX står för.

En genomgående trend för de nystartade MTF:erna är att initiativet ofta kommer från finansiella institutioner och en förutsättning för överlevnad verkar vara att ha stora banker som aktiva ägare. Det är via institutioner stöd som MTF:en får upp sin omsättning och kan ta marknadsandelar. Detta strider mot att vem som helst skulle kunna starta en MTF eftersom det troligtvis kräver ett brett kontaktnät inom den finansiella världen.

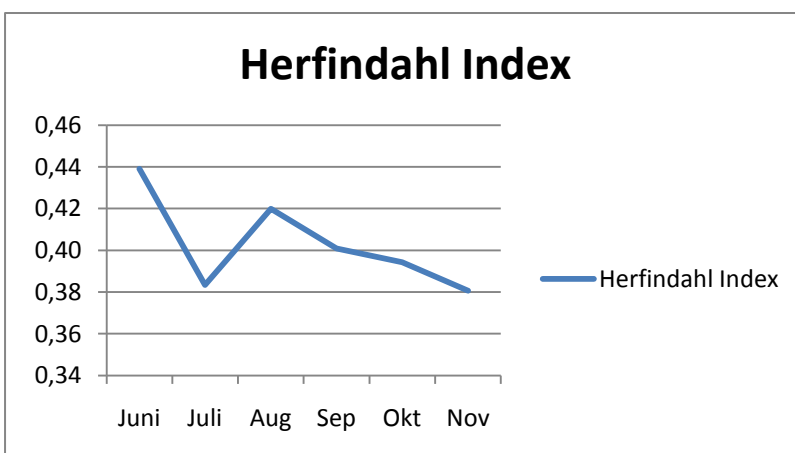
V) Det är främst implementeringen av Smart Order Router-systemet som kräver stora investeringar när detta system är helt integrerat i organisation är det mindre årliga licensavgifter som utgör en transaktionskostnad. Ju fler MTF:ers handel man avser att inkludera desto fler årsavgifter tvingas den finansiella institutet erlägga. Dock medförs inga direkta kostnader vid utbyte av ett företag.

6.3 Herfindahl index; Analys

Marknadsstrukturen visar enligt Herfindahl index ett intervall mellan 0.38 – 0.44, och visar för tillfället att det råder oligopol. På kort sikt går det att se en nedåtgående trend av indexet vilket innebär att priskonkurrensen blir allt mer intensiv, och att konsumenterna kan åtnjuta förmånligare handel med värdepapper.

Herfindahl Index visar att kurvan är nedåtgående vilket stöder vår argumentation att marknaden fragmenteras och konkurrensen blir mer intensiv. Utvecklingen sker dock i en långsam och oregelbunden takt vilket kan bero på svårigheten för nya marknadsplattformar att locka till sig likviditet. Detta ger oss stöd i vår diskussion om marknads utveckling är på väg mot perfekt konkurrens

2009	Herfindahl Index
Juni	0,44
Juni	0,38
Aug	0,42
Sep	0,40
Okt	0,39
Nov	0,38



Modellen gör bland annat följande antaganden

- Det finns minst två aktörer som tillhandahåller homogena tjänster
- Samarbete förekommer inte bland bolag
- Bolag har samma marginalkostnad
- Bolag konkurrerar med priset, och prissättning av tjänster sker simultant
- Bolag konkurrerar enbart på pris och utbud bestäms därefter

Ovannämnda antagen kan ge vägledning till varför priserna har sänkts samtidigt som bolag som tidigare dominerat marknaden ser sina relativa marknadsandelar minska. MiFID implementering hade sin grund i att öka konsumentskyddet och Bertrand modell kanske viktigaste antagande handlar om att kunder kommer handla där priset är lägst, oavsett differentiering eller utbud av produkter.

6.4 Kostnadsanalys

6.4.1 Kostnader Euroclear Sweden

Euroclear Sweden är det nya namnet på VPC (Värdepapperscentralen) vars uppgift är att föra register, avveckla transaktioner på aktier och räntebärande värdepapper som handlas på de svenska finansiella marknadsplatserna⁶⁸. För dessa tjänster tar Euroclear Sweden både fasta och rörliga avgifter vilka utgör en del av det courtage som slutkunden betalar till sin mäklare. Vi har valt att använda Euroclear Sweden's exempel⁶⁹ på hur kostnaderna blir per avslut och räknat om det till 400 000 avslut, eftersom de flesta mäklarhusen ligger över denna mängd, med samma förhållanden (formel: $\text{pris/avslut} = 2,0419 + 4000/\text{avslut}$). Då blir kostnaden per avslut för Euroclear Sweden's tjänster ca 2,05 SEK om man bortser

⁶⁸ http://www.ncsd.eu/369_SVE_ST.htm 2009-12-07

⁶⁹ http://www.ncsd.eu/1790_SVE_ST.htm#stor 2009-12-07

från engångskostnader. Enligt det andra exemplet från samma källa skulle 20 000 avslut medföra kostnader på ca 2,5 SEK styck. Som jämförelse har Sveriges största nätmäklare Avanza har mer än 600 000 avslut per månad⁷⁰.

6.4.2 Kostnader Börs/MTF

Förutom avgifter till Euroclear Sweden ingår även i mäklarens courtage deras kostnader för att använda olika börser och MTF:er. Dessa marknadsplatser har såväl fasta som rörliga avgifter och att jämföra dessa påminner om komplexitet kring att jämföra telefonoperatörers priser.

Även här har vi valt att endast jämföra de rörliga kostnaderna vilka tas ut i fyra av fem fall i form av Basis Points - BPS (0,01% på omsättningen) och i ett fall utifrån den mängd aktier som förmedlas men den sistnämnde har vi räknat om till BPS. Samtliga MTF:er betalar då likviditet tillförs samt tar betalt när någon likviditet tas bort. För att jämföra detta med NasdaqOMX sätt att ta betalt har vi tagit ett genomsnitt på intäkten och kostnaden för att tillföra och ta bort likviditet. Vid intervjun med NasdaqOMX framgick att de har olika priser beroende på om mäklarhuset är litet, medelstort eller stort samt att de har volymrabatter och andra rabatter vid handel på OMXS30. Efter alla rabatter kan priset komma ända ned till 0,15 BPS jämfört med deras hemsidas exempel (scenario 3, stor kund)⁷¹ omräknat i BPS 0,41228 vilket förändrar prisbilden dramatiskt. Det skall också tilläggas att priset hos NasdaqOMX blir som mindre kund 0,53638 BPS (scenario 1)⁷².

6.4.3 Förutsättningar för jämförelserna

	Affärer	Storlek	Summa
Småsparare	10	10000	100000
Aktiv sparare	30	100000	3000000

Vi har valt att definiera två former av sparare utifrån Compricer⁷³ och modifierat dessa efter våra egna erfarenheter. Eftersom alla MTF:er vi har med i vår uppsats inte erbjuder handel på hela NasdaqOMX har vi valt att endast jämföra handel på OMXS30, det vill säga de 30 mest omsatta aktierna på NasdaqOMX som samtliga aktörer i jämförelsen erbjuder handel i. Burgundys prislista har ett lägre pris på de fyra mest omsatta aktierna än på de övriga 26 på OMXS30. Därför har vi viktat deras pris enligt respektive

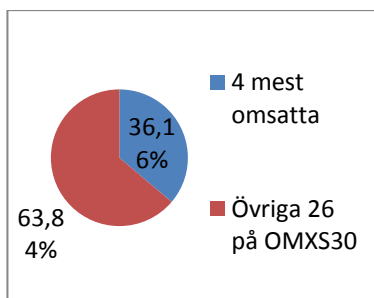
⁷⁰ <http://www.euroinvestor.se/News/ShowNewsStory.aspx?StoryID=10393531> 2009-12-10

⁷¹ http://nordic.nasdaqomxtrader.com/digitalAssets/64/64925_stockholm_examples.pdf 2009-12-02

⁷² ibid

⁷³ <http://www.compricer.se/aktier/> 2009-11-24

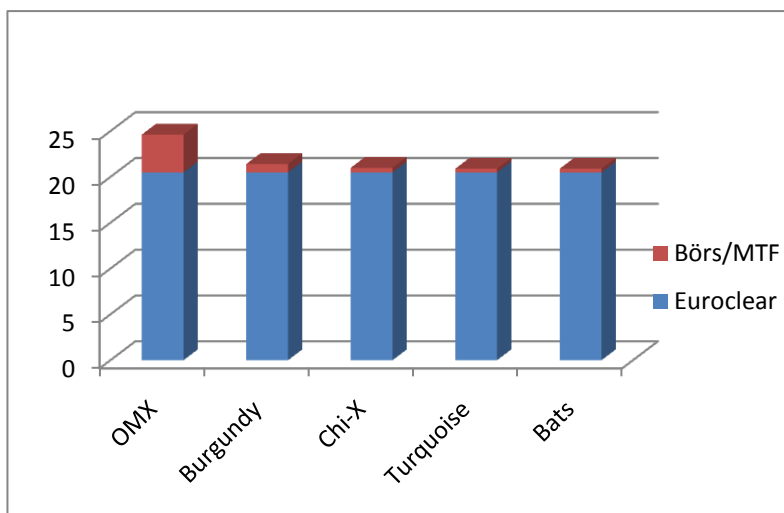
volym, 36,16 % på de fyra mest omsatta och 63,84% på de övriga 26 på OMXS30⁷⁴. NasdaqOMX⁷⁵, Burgundy⁷⁶, Chi-X⁷⁷, Turquoise⁷⁸ och BATS⁷⁹ är de börs/MTF:er som vi valt att jämföra.



Fördelning av omsättning mellan 4 mest omsatta och de övriga 26 på OMXS30

6.4.4 Jämförelse av Börs/MTF- och Euroclearkostnader

Den blå delen av staplarna är avgifter till Euroclear Sweden och den röda delen är kostnader för att handla hos respektive Börs/MTF. De blå staplarna är lika stora då de är en "fast avgift" på 2,0419 SEK beskriven i föregående avsnitt. Däremot skiljer sig de röda staplarna i det enskilda diagrammet mot varandra då de tar olika procentuella avgifter på omsättningen. Börs/MTF-kostnaderna har högre relativ andel hos den aktiva spararen av samma anledning. En småsparares aktieaffärer under ett år medför dennes mäklare rörliga kostnader på ca 20,5 SEK till Euroclear Sweden och 0,4 -4,1 SEK till marknadsplatser beroende på vilken av den sistnämnda mäklaren handlar på.



Sammanlagda Börs/MTF- och Euroclearavgifter i SEK för en småsparare.

⁷⁴ <http://www.nasdaq.com/asp/chartingbasics.aspx?symbol=OMXS30&selected=OMXS30> 2009-12-07

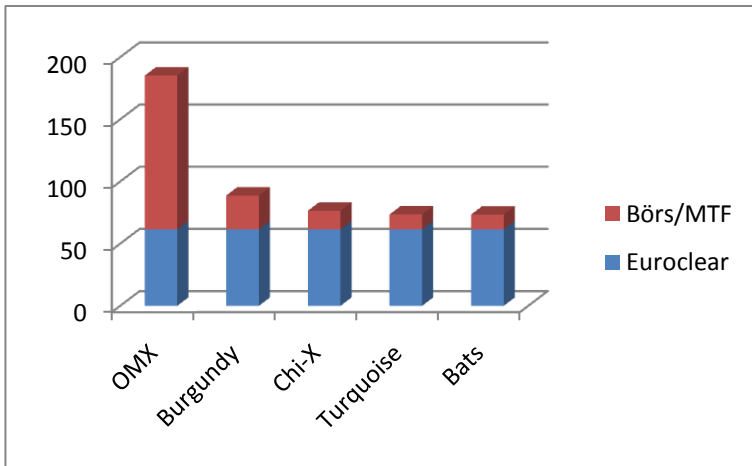
⁷⁵ http://nordic.nasdaqomxtrader.com/digitalAssets/64/64925_stockholm_examples.pdf 2009-12-02

⁷⁶ <http://www.burgundy.se/sites/burgundy.se/resources/attachments/Burgundy%20pricelist%201.5.pdf> 2009-12-02

⁷⁷ <http://www.chi-x.com/trading-on-chi-x/trading-tariff-and-prices.asp> 2009-12-02

⁷⁸ http://www.tradeturquoise.com/doclibrary/Tariff_Schedule.pdf 2009-12-02

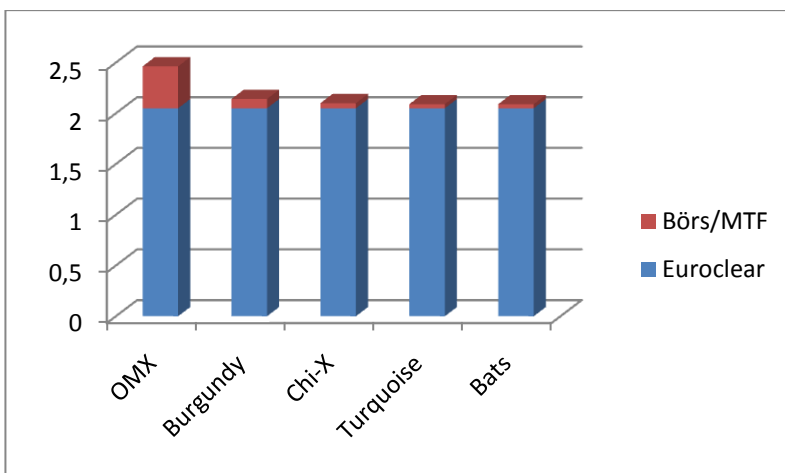
⁷⁹ http://batstrading.com/resources/regulation/rule_book/BATS_Ex_Fee_Schedule.pdf 2009-12-02



Sammanlagda Börs/MTF- och Euroclearavgifter i SEK för en aktiv sparare

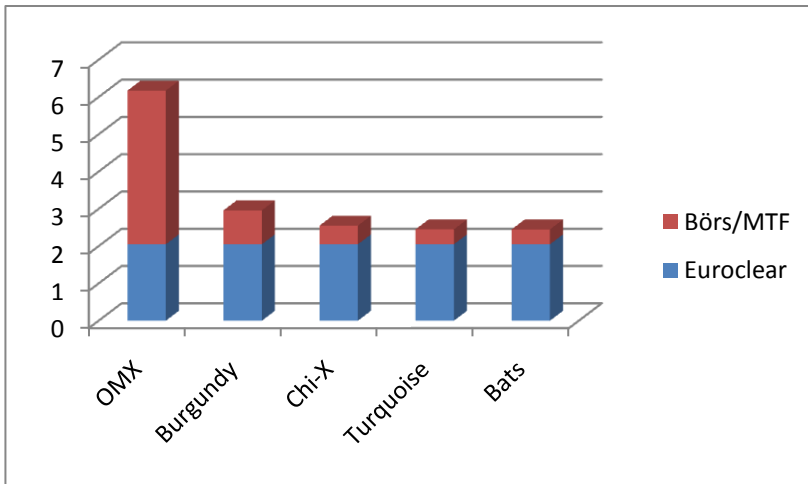
6.4.5 Jämförelse av Börs/MTF-kostnader per affär

Den rörliga kostnaden för mäklarhusen för en småsparares enskilda affär ligger på mellan 2,09 och 2,46 SEK. Jämfört med det billigaste courtaget på marknaden på 9 SEK är det alltså 6,54 SEK i skillnad det vill säga täckningsbidrag ifall de handlar genom den alltjämt marknadsledande aktören NasdaqOMX. Denna skillnad skall täcka mäklarens installationskostnader samt fasta kostnader för värdepappershandel. Väljer mäklaren att handla via en av MTF:erna uppgår täckningsbidraget istället till 6,91 SEK. För att mäklaren skall ha möjlighet att handla via MTF:er krävs dock nya system vilket innebär stora engångskostnader.



Börs/MTF- och Euroclearavgifter per affär i SEK för en småsparare

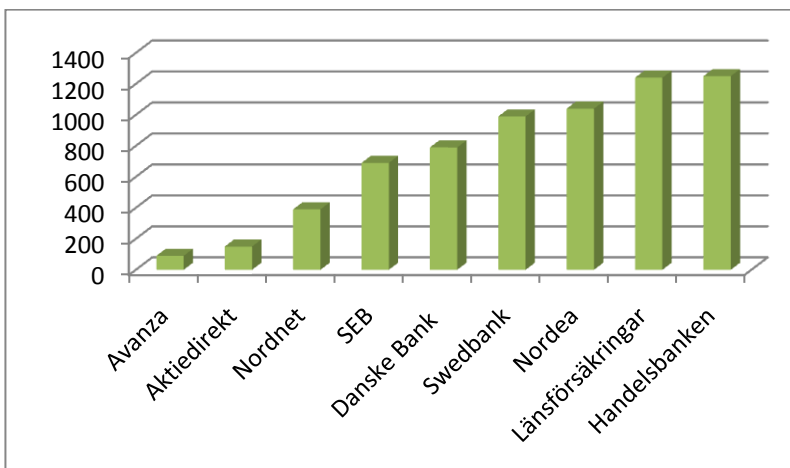
Mäklarhusens kostnader för en aktiv sparare skiljer sig än mer än för den vanlige småspararen och här är det tydligt att även bland MTF:erna kan man se skillnad i pris.



Börs/MTF- och Euroclearavgifter per affär i SEK för en aktiv sparare

6.4.6 Prisjämförelse av mäklarhus

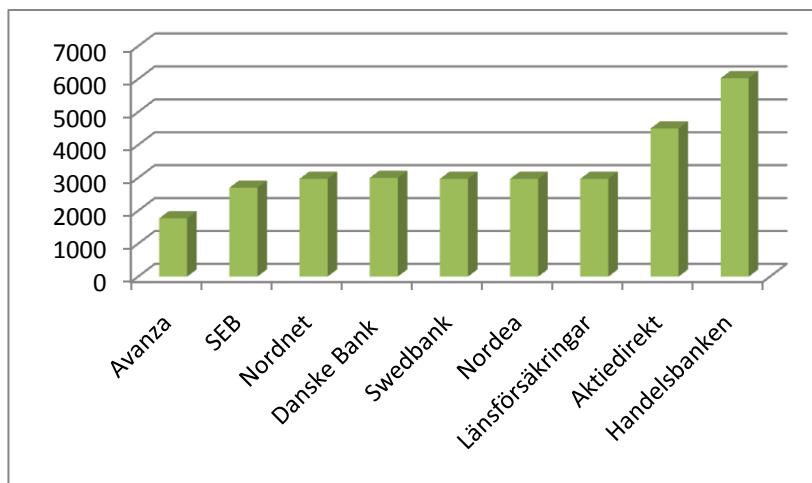
För den handel en småsparare utför, kostar det denne mellan 90 och 1250 SEK beroende på val av mäklarhus. Viktigt att nämna är att courtagen som vi har tagit fram är utgångspris på respektive nivå och är i vissa fall förhandlingsbara, delvis beroende på övrig aktivitet hos mäklaren till exempel bolån och försäkringar. Diagrammen visar tydligt att ju mer man handlar desto större är skillnaden i absolut courtage. Det är värt att notera att budgetvarianten Aktiedirekt med 9 SEK i minimicourtage kan förefalla attraktivt för småspararen men ifall denne övergår till en aktiv sparare slår deras relativt höga courtage i procent igenom och är inte alls lika förmånligt längre. Avanza och Nordnet är de största två nätmäklarna i Sverige där båda tar marknadsandelar troligtvis på grund av deras utpräglade lågkostnadsprofiler^{80 81}



Sammanlagt courtage i SEK för en småsparare

⁸⁰ <https://www.avanza.se/aza/omavanza/index.jsp> 2009-12-05

⁸¹ <http://org.nordnet.se/undersidor/om-nordnet/mal.html> 2009 11-24



Sammanlagt courtage i SEK för en aktiv sparare

6.4.7 Periodisera engångskostnader

Mäklarhusens kostnader för att köpa system för att handla med MTF:er har varit mycket svår att bestämma framförallt beroende på att de själva har varit mycket ovilliga att lämna ut denna uppgift. Det torde uppskattningsvis röra sig om 10-20 miljoner SEK⁸² per mäklarhus i Sverige. Med tanke på att vi lever i ett snabbförändrande högteknologiskt samhälle är det sannolikt att det kommer komma nya system inom kort som innebär nya installationskostnader. Därför har vi valt att periodisera kostnaderna på 5 respektive 10 år. Detta skulle medföra extra kostnader per avslut på mellan 0,2-1 SEK för ett mäklarhus som ligger på mellan 2-10 miljoner avslut per år.

Investering	20 MSEK	20 MSEK	10 MSEK	10 MSEK
Periodisering år	5	10	5	10
Kostnad per år	4 MSEK	2 MSEK	2 MSEK	1 MSEK
Avslut	10 M	10 M	2 M	2 M
Merkostnad/avslut	0,4	0,2	1	0,5

Det innebär att ifall varje avslut skulle gå genom NasdaqOMX trots nyinvesteringen så kommer mäklarhusets sammanlagda kostnader öka vilket borde leda till högre courtage till slutkund. Om ett mäklarhus får högre kostnader kommer de troligtvis inte kunna ta ut dessa, då konkurrensen redan är hård.

Vi tar Avanza som exempel, som tillhör de större mäklarhusen i Sverige och har runt 10 miljoner avslut per år.

⁸² Intervju med SEB Thorbjörn Ericsson

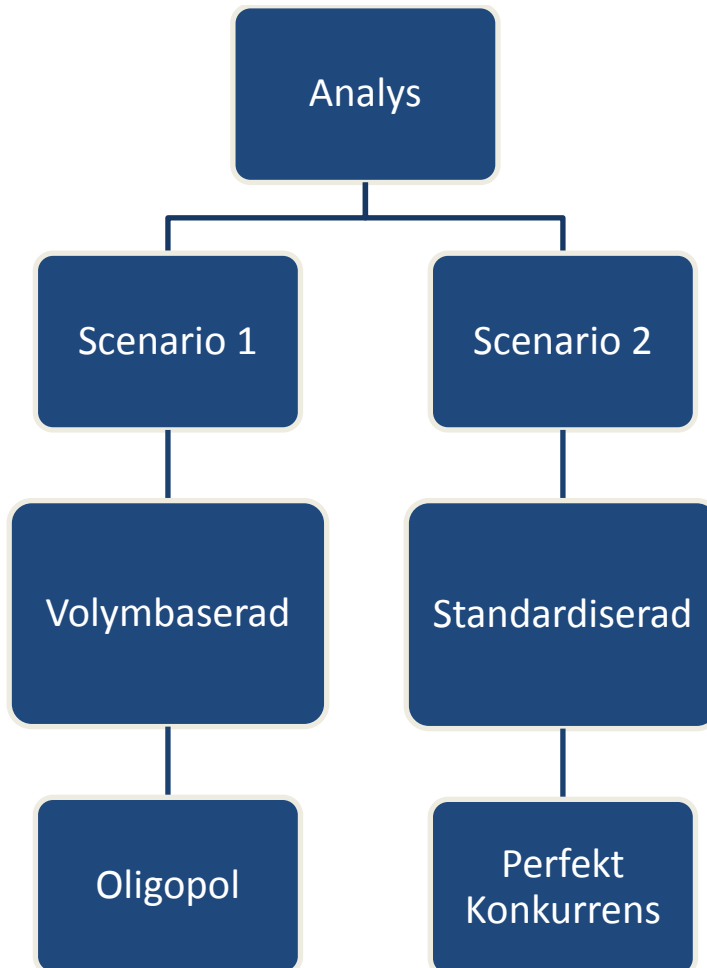
Burgundy pris viktat NasdaqOMX ⁸³	0,11629888	0,11629888
Besparing i BPS jmf. med NasdaqOMX	0,29598112	0,29598112
BPS	0,0001	0,0001
Besparing per enhet	2,95981E-05	2,95981E-05
Total volym	4,73404E+11	4,73404E+11
Besparing om allt med Burgundy	14011850,36	14011850,36
Volym Burgundy av total volym	0,097110266	25%
Besparing SEK	1360694,518	3502962,589

Bortsett från installations- och licenskostnader sparar Avanza endast genom sin handel på Burgundy drygt 1,36 MSEK på ett år. Ökar andelen med bibehållen volym till 25 % uppgår besparingen till drygt 3,5 MSEK per år. En teknikinvesering på 10-20 miljoner SEK och i sammanhanget relativt låga licenskostnader förefaller åtminstone i Avanzas fall enkla att räkna hem.

⁸³ <http://www.nasdaq.com/asp/chartingbasics.aspx?symbol=OMXS30&selected=OMXS30> (OMXS30 står för 76,8% av omsättningen på NasdaqOMX. De fyra mest omsatta av OMXS30 står för 36,1% av OMXS30).2009-12-07

6.4 Scenarior på lång sikt

När vi tolkat empirin utifrån våra teorier har vi identifierat två scenarior vilka beskrivs i nedanstående avsnitt.



6.5.1 Scenario 1

Detta scenario bygger på antaganden att marknaden kommer fortsätta att fragmenteras varpå en konsolidering kommer att ske. I Sverige står retail banking för endast 5 % procent av den totala omsättningen vilket innebär att 95 % kommer från den institutionella handeln där stora order i högre grad är förekommande. För att stora order skall kunna handlas via MTF:er måste dessa aktivt locka volym varpå en aggressiv/passiv prissättningsstrategi, det vill säga betalar när part tillför likviditet och tar betalt vid omvända förhållandet, i hög grad används. Priset på en enskild order beror således på volymen och vi tror i detta fall att priset för exekvering inte kommer spela roll. Marknadsplatsen som vid en stor order har bäst pris men låg volym, kommer uteslutas ur mäklarnas Smart Order Router-system då denna specifika order på grund av volymen måste exekveras på multipla handelsplatser med en högre

avvecklingskostnad som följd. Vid exekvering av stora order på multipla marknadsplatser kommer avvecklingskostnaden i överstiga kostnadsbesparingarna som uppstår i form av lägre transaktionskostnad hos flera MTF:er med lägre likviditet. När volymen blir en avgörande konkurrensfördel blir en standardiserad tjänst möjlig att differentiera och detta strider mot teorin om perfekt konkurrens. Vidare anser vi att marknaden troligtvis kan komma att polariseras för att locka volym, det vill säga att MTF:er och börser i enskilda regioner kommer att specialiseras på nationella tillgångar. Ett exempel är att den norska börserna, med fokus på råvaror, kommer inrikta på just detta och där börsernas verksamhet handlar om att specialiseras på att notera bolag av viss typ.

Som tidigare nämnt i analysen finns det höga inträdesbarriärer för att etablera sig på marknaden. En annan aspekt skulle kunna vara att det finns skillnader i produkten som motsätter kravet på en homogen produkt. Utifrån våra intervjuer är den samlade bilden av framtidsutsikten att det endast kommer att finnas plats för ett fåtal MTF:er vilket understryks av Herfindahl-Index som tyder på att det åtminstone i dagsläget är ett oligopol. Även om trenden verkar nedåtgående är det svårt att säga att den är bestående eftersom konkurrensen bara funnits en kortare tid.

Till följd av att MTF:er kan differentiera sin produkt och därmed hålla högre priser än vad som skulle vara möjligt vid perfekt konkurrens ger det inte mäklarhusen förutsättningar att kunna sänka sina courtage.

6.5.2 Scenario 2

I MiFID beskrivs att mäklarhusen måste utföra order enligt bästa förmåga men det betyder som vi tidigare tagit upp ingenting ifall de i sin tur inte har fler marknadsplatser att välja på. I vår empiri framgår dock att åtminstone Nordnet, Swedbank och SEB har som målsättning att på sikt få möjlighet att handla på alla marknadsplatser direkt som marknadsplatsmedlem eller via andra mäklarhus. De större mäklarhusen kommer troligtvis att ha fler MTF:er direkt anslutna eftersom de har högre volym att slå ut de fasta licenskostnaderna per MTF på. Utifrån synsättet att många MTF:er kommer att existera kan de mindre mäklarhusen bli tvungna att samarbeta med andra mindre mäklarhus.

Börs/MTF:erna är mycket beroende av att kunna locka till sig likviditet för att kunna nå en liten spread. Att ha hög likviditet och liten spread är idag en konkurrensfördel som MTF:erna betalar för att få i form av passivorder och omvänt det vill säga att de tar betalt när någon tar likviditet. I våra intervjuer framgår det tydligt att en liten spread kan vara värt flera gånger courtaget varför fortfarande alltså transaktionskostnaden spelar en mindre roll än så länge. Det betyder alltså att de olika MTF:erna inte bara konkurrerar med lägsta kostnad. Mäklarhusen arbetar med att få igång Smart Order Router-system som ska välja ut bästa avslut utifrån just deras förutsättningar och avtal. Enligt Thomas Gidlund på Burgundy kommer mäklarhusen inom kort erbjuda slutkunden ett aggregerat orderdjup på mäklarhusens

alla anslutna börs/MTF:er vilket innebär att slutkunden inte ser vilken börs/MTF som erbjuder vilken order. Detta betyder att slutkunden ej ser skillnad på produkten "marknadsplats för värdepapper" och väljer alltså lägsta pris. Kan andra mäklarhus erbjuda bättre avslut kommer den rationelle slutkunden att samarbeta med denna istället. Mäklarhusen har alltså incitament att erbjuda kunden en stor del av marknadens aggregerade prisbild. Förutsatt att det inte är någon skillnad i produkten så kommer "marknadsplatser för värdepapper" att komma närmre perfekt konkurrens. Att priset endast kan gå i en riktning bekräftas av flera intervjuobjekt och av Herfindahl-index som visar att vi har gått från monopol till oligopol och trenden är att marknaden utsätts för allt högre konkurrens. Det som talar emot detta är höga inträdesbarriärer i form av stora investeringar i teknik. Enligt perfekt konkurrens-teorin skulle tre av fem kriterier vara uppfyllda idag. Samtliga mäklarhus har inte tillgång till alla MTF:er vilket gör att en variation av olika pris på samma produkt kan finnas. Utöver detta existerar det fortfarande inträdesbarriärer för att starta en MTF i form stort startkapital och stöd av värdepappersinstitut. Dessa två uppfyllda kriterier kommer på sikt att uppfyllas genom att inträdesbarriärerna minskar eftersom tekniken över tid kommer att bli billigare och att det inte kommer behövas stöd av värdepappersinstitutet då transaktionskostnaden kommer vara den avgörande faktorn. Detta borde på lång sikt betyda att priset på att handla på MTF:er går mot noll vilket ger förutsättning för mäklarhusen att ytterligare sänka sina courtage. Dock kommer mäklarhusens kostnader alltid enligt vår kostnadsanalys vara minst 2,0419 SEK per avslut som Euroclear Sweden tar ut.

7. Slutsats

Det är av stor vikt att besvara vår första frågeställning, hur marknadsstrukturen har förändrats efter implementeringen av MiFID, för att kunna besvara syftet i vår studie. MiFID har skapat helt nya förutsättningar för börs och MTF:er genom en harmonisering av värdepappershandeln på EU-nivå. Börserna i EU mötte tidigare en försumbar grad av konkurrens och har idag tvingats anpassa samt effektivisera sin verksamhet. Utifrån våra teorier har vi dragit slutsatsen att marknaden gått från monopolliknande struktur till oligopol där prissättningen uppfyller flera av kriterierna för perfekt konkurrens. En viktig trend som bekräftas av flera intervjuobjekt är att handeln i större omfattning sker i dark pools vilket motverkar ett av MiFID's syften, att öka transparensen. En av direktivets betydande punkter är begreppet "bästa möjliga utförande" och tillsammans med det ökade antalet MTF:er ställts allt högre krav på mäklarhusens teknik på att optimera avsluten genom Smart Order Router-system.

Mäklarhusens kostnader för värdepappershandel delas upp i två delar, avgifter till Euroclear Sweden och marknadsplatser. Idag kan mäklarhusen i större mån påverka sina transaktionskostnader eftersom de kan välja på fler marknadsplatser till skillnad mot förr då det endast fanns en aktör. För att kunna välja på fler marknadsplatser krävs det dock tunga investeringar i teknik. Vår kostnadsanalys pekar dock på att teknikinvesteringarna inte kommer att överstiga de långsiktiga besparingarna i form av minskade transaktionskostnader även om en annan bild framförs av vissa aktörer. För ett mäklarhus innebär varje order på konkurrerande MTF:er en besparing i transaktionskostnader på ca två tredjedelar gentemot NasdaqOMX utifrån de prisuppgifter som vi har kunnat ta del av. Samtidigt bör det påpekas att med rådande marknadsstruktur spelar spreaden större roll än transaktionskostnaden varpå marknadsplatser med högre likviditet kan attrahera kunder trots högre pris.

Eftersom vi har valt att utgå från slutkundens perspektiv är det av hög relevans att undersöka MiFID's effekt på courtagen. Utifrån den insamlade empirin kan vi konstatera att det råder delade meningar mellan marknadsplatser och värdepappersinstitut om det framtida courtaget men även bland mäklarhusen emellan. Samtliga intervjuobjekt är överens om att transaktionskostnaderna för handel kommer att sänkas men alla är inte övertygade om att prispressen från MTF:erna kommer avspeglade sig i courtaget. Vid jämförelse av mäklarhusens transaktionskostnader och slutkundens courtage är det en viktig distinktion som skiljer dem emellan, på så sätt att den tjänst marknadsplatser erbjuder mäklarna är i mycket högre grad standardiserad än den tjänst som mäklaren erbjuder slutkunden. Mäklarhusen har flera kärnkompetenser och utöver handel med värdepapper har de ett bredare produktutbud i form av rådgivning, sparande, pension och corporate finance tjänster. Dessa differentieringar är en viktig förklaring till varför perfekt konkurrens inte kan råda på mäklartjänster i den omfattning som det kan mellan marknadsplatser.

7.1 Förslag på vidare forskning

Efter att ha genomfört studien kan vi konstatera att det i framtiden kommer finnas många möjligheter för vidare forskning. Att genomföra en kvantitativ studie på konkurrenssituationen när mer data kommer att finnas tillgänglig och därmed få svar huruvida MTF:erna kommer bli dominerande aktörer är en högst relevant fråga.

I dag är Smart Order Router-systemen inte tillräckligt utvecklade för att kunna ta hänsyn till alla parametrar gällande avvecklingskostnaderna. Det skulle vara intressant att genomföra en undersökning av hur de framtida, mer avancerade Smart Order Router-systemen kommer förändra marknadsstrukturen för värdepappershandel.

Vid genomförandet av våra intervjuer har flera personer påpekat att det inom de närmsta åren borde komma ett nytt MiFID som efter utvärdering kommer förändra de aspekter av direktivet som inte uppskattades av marknaden. Vi tror att en kvalitativ studie med det nya direktivet som grund kan besvara våra frågeställningar mer genomgående i den mån de är applicerbara.

Bilaga 1. Intervju med NasdaqOMX

Hur ser er prissättning ut för värdepappershandel? Är det alltid volymbaserat plus fasta avgifter?

Hur stor är er marknadsandel av omsättningen i Norden respektive era konkurrenters?

Vid implementeringen av MiFID sänkte ni era priser med 20 % enligt Veckans Affärer. Kommer denna prissänkning räcka för att upprätthålla er position som ledande aktör på marknaden? Hur tror ni utvecklingen på courtage kommer se ut i framtiden?

Vilka hot ser ni i de nya MTF:erna? Om de finns, kommer dessa att förändra er organisation?

Anser ni att det finns det risk för att oseriösa aktörer slår sig in på marknaden? Kan konsumenterna lita på de nya handelsplattformarna?

Vid handel av stora aktieposter används s. k "Dark pools" för att minska kursrörelserna i en enskild aktie. Anser du att MTF'er kommer öka handeln med Dark Liquidity och kommer detta leda till konsekvenser för marknaden?

Hur ser ni på att vissa informationssystem endast visar Nasdaq OMX siffror för omsättning och slutkurser? (I många fall ej rättvisande bild; t.ex. Text-tv, dagspress, nättidningar, vissa mäklares handelssystem)

Bilaga 2. Intervju med Burgundy

Vilken roll har du här på Burgundy? Hur har vägen varit fram till nu och vilka svårigheter återstår i framtiden?

Sedan avregleringen av börsmonopolet 1993 kan vi konstatera att courtage har sänkts dramatiskt. Kommer MiFID implementeringen vara ännu ett steg i denna riktning?

Finns det flera direkta fördelar att handla på er handelsplattform än kostnadsbesparingarna?

En av MiFID:s viktigaste syften är att öka konsumentskyddet genom att värdepappersinstituten tvingas följa det s. k "bästa möjliga utförande", är denna del av reglemente något som gagnar er?

MiFID möjliggör och förenklar processen att skapa en handelsplattform. Finns det risk för att oseriösa aktörer slår sig in på marknaden? Kan konsumenterna lita på de nya handelsplattformarna?

Vår uppfattning är att era viktigaste kunder är era aktieägare och andra finansiella institutioner. I vilken mån är småspararna av betydelse för er verksamhet?

Enligt månadsstatistiken för oktober hade ni en marknadsandel på 3,7 % av omsättningen. Vad är det som talar för att ni kommer uppnå ert mål på 25 % i slutet av 2010? (Nyhetsbyrån direkt, 2009-05-06)

Innan OMX slogs ihop med Nasdaq hade många värdepappersinstitut intressen i dess handelsplattform. Idag är det Burgundy som har detta stöd, på vilket sätt är detta en konkurrensfördel?

På vilket sätt skiljer sig er strategi från era konkurrenter som Chi-X och Turquoise?

Vid handel av stora aktieposter används s. k "Dark pools" för att minska kursrörelserna i en enskild aktie. Anser ni att MTF'er kommer öka handeln med Dark Liquidity och kommer detta leda till konsekvenser för marknaden?

Vi har tittat på de två största nätmäklarna Avanza och Nordnet, där måste man aktivt välja att handla via Burgundy. Som småsparare på Avanza kan man idag välja huruvida man vill handla via Burgundy eller OMX. Varför lägger ni inte ihop dessa två på köp och sälj-urvalet?

Tror du att finanskrisen har stulit uppmärksamhet i media från Burgundy's etablering och har detta resulterat i lägre volymer?

Anser du att MiFID kommer försvåra övervakningen av värdepappershandel i och med ökningen av handelsplattformar? Vilka delar av er verksamhet står under övervakning av finansinspektionen?

Tidigare har debatten förts huruvida OMX kontroll av både börs och handel lett till för stor makt. Kommer finansiella institutioner i framtiden få för mycket makt då de kontrollerar både handel och indirekt handelsplattformen?

Bilaga 3. Mailintervju med Chi-X

What is your market share of the total turnover in the Nordic region?

What potential does Chi-X see in the Nordic markets?

How does Chi-X's strategy differentiate against other MTF:s, especially Burgundy (Nordic financial institutions new MTF)?

How do you think the broker's commission on securities will change over the next five years?

We have had contact with financial institutions in Sweden. Their view is that they have not been able to include Chi-X and other certain MTF:s in their product offerings. What is Chi-X strategy to include Chi-X in those financial institutions trading system?

Bilaga 4. Intervju med Banker, Swedbank & SEB

Hur ser ni på uppkomsten av MTF:er?

Vilka för- respektive nackdelar ser ni på MiFID- Markets in Financial Instruments Directive? Nya marknadsmöjligheter eller högre driftkostnader?

Av vilka anledningar har ni investerat i Burgundy? Finns det flera direkta fördelar att äga en handelsplattform än kostnadsbesparingarna?

Informerar ni era traders och anställda om möjligheten att handla via MTF:er och i så fall hur?

Man kan alltså säga att era större kunder får i högre grad ta del av fördelarna med MTF:er till skillnad från vanliga privatkunder?

Burgundy's syfte är att sänka kostnaderna för värdepappershandel men samtidigt måste ni göra investeringar i teknik för att kunna inkludera handeln från MTF: er. Hur kommer kostnadsstrukturen att förändras för er nu och i framtiden? Kommer det innebära prissänkningar av courtage för era kunder?

Hur mycket har era driftkostnader ökat efter implementeringen av MiFID och hur stora investeringar har gjorts i teknik för att kunna handla via MTF: er?

Hur kommer dessa investeringar att periodiseras?

Bilaga 5. Intervju med Nordnet

Sedan avregleringen av börsmonopolet 1993 kan vi konstatera att courtage har sänkts dramatiskt. Kommer MiFID implementeringen vara ännu ett steg i denna riktning?

Av vilka anledningar har Nordnet investerat i Burgundy? Finns det flera direkta fördelar att äga en handelsplattform än kostnadsbesparingarna?

En av MiFID:s viktigaste syften är att öka konsumentskyddet genom att värdepappersinstituterna tvingas följa det s. k "bästa möjliga utförande", tror du att detta kommer fungera i praktiken eller kommer handeln präglas av att mäklare favoriserar handelsplattformar där de själva har intressen?

MiFID möjliggör och förenklar processen att skapa en handelsplattform. Finns det risk för att oseriösa aktörer slår sig in på marknaden? Kan konsumenterna lita på de nya handelsplattformarna?

Tidigare har debatten förts huruvida OMX kontroll av både börs och handel lett till för stor makt. Kommer finansiella institutioner i framtiden få för mycket makt då de kontrollerar både handel och indirekt handelsplattformen?

Hur kommer MiFID att förändra sparandet? Kommer det överhuvudtaget innebära konkreta förändringar för småspararna?

De nya handelsplattformarna får allt större marknadsandelar. Hur tror du att avregleringen kommer att påverka Nasdaq OMX och de stora börserna?

Burgundy's syfte är att minska kostnaderna för bl. a Nordnet. Hur kommer kostnadsstrukturen att förändras för Nordnet?

Vid handel av stora aktieposter används s. k "Dark pools" för att minska kursrörelserna i en enskild aktie. Anser du att MTF:er kommer öka handeln med Dark Liquidity och kommer detta leda till konsekvenser för marknaden?

Som småsparare på Nordnet kan man idag välja huruvida man vill handla via Burgundy eller OMX. Varför lägger ni inte ihop dessa två på köp- och säljvalet?

Varför kan man inte handla genom andra marknader såsom Chi-X, BATS och Turquoise hos Avanza? Vad beror detta på?

Tror du att finanskrisen har stulit uppmärksamhet i media från Burgundy's etablering och har detta resulterat i lägre volymer?

Anser du att MiFID kommer försvåra övervakningen av värdepappershandel?

Bilaga 6. Mailintervju med Ingrid Bonde, AMF Pension/FI

AMF

Innebär MiFID lägre förvaltningskostnader för er idag eller i framtiden? Kommer detta i så fall leda till lägre förvaltningsavgifter för era kunder?

FI

Innebar implementering av MiFID krav på ökade resurser för FI? Vilka utmaningar kommer övervakningsorgan i Sverige och i hela världen stå inför i och med det ökande antal handelsplattformar?

Bilaga 7. Marknadsdata från Thomson Reuters

- EUROPEAN MARKET SHARE FOR ALL STOCKHOLM OMX INDEX EQUITIES VOLUME (SHARES)
JANUARY TO NOVEMBER 2009

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov
BATS Europe	0,4%	0,6%	0,5%	0,7%	0,9%	1,5%
Berlin	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Burgundy	0,0%	1,6%	1,5%	2,2%	1,6%	1,4%
CHI-X	8,8%	10,8%	11,5%	10,1%	10,6%	8,0%
Deutsche Boerse	1,5%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Duesseldorf	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Equiduct	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Euronext	2,5%	1,7%	1,7%	2,2%	2,0%	3,4%
Hamburg	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Hannover	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Liquidnet	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
LSE Group	2,5%	2,7%	2,7%	2,8%	2,1%	2,2%
Markit BOAT	14,4%	14,3%	11,8%	12,7%	14,7%	13,7%
Munich	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nasdaq OMX						
Europe	0,2%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,6%
Nasdaq OMX						
Nordic	63,8%	58,9%	62,4%	60,8%	59,8%	59,1%
NYFIX	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NYSE Arca Europe	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Plus Markets	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
POSIT	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%
Smartpool	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stuttgart	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
SWX Europe	3,9%	4,2%	3,1%	3,8%	3,4%	4,5%
TLX	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Turquoise	1,6%	3,2%	3,2%	2,9%	3,2%	4,3%
Vienna	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

http://thomsonreuters.com/content/financial/pdf/s_and_t/MarketShareReports_2009.xls

Källförteckning

Litteratur

Bryman, A & Bell, E. (2007) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber Ekonomi, Malmö.

Jacobsen, D. I. (2002). *Vad hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund.

Halvorsen, K. (1992) *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund.

Kylén, J A. (1994) *Fråga rätt vid enkäter, intervjuer, observationer, läsning* Kylén, Stockholm.

Geertz, C.(1973) Thick description. I: Geertz: *The interpretation of cultures*. New York.

Arnold, G. (2008) *Corporate Financial Management*, Fourth edition, Pearson Education ESSEX.

Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer, (2007) *Economies of strategy*; John Wiley & Sons, Danvers.

Artiklar

Ferrarini (2002) and Levin (2003) provide a good overview of some of the legal aspects of the original ISD and subsequent European securities markets regulations.

Davies, Ryan J. (July 30, 2008), MiFID and a changing Competitive Landscape

Guiso Luigi, Tullio Jappelli, Mario Padula och Marco Pagano (June 2004), "Financial Market Integration and Economic growth in the EU", Centre for Economic Policy Research, CEPR Discussion Paper Series No. 4395.

Mellqvist, Gabriel (2009-11-26), Dagens Industri

MiFID Artiklar 4 (7) och (14-15)

Cabral, Luis M.B. (2000) *Introduction to Industrial Organization*. The MIT Press, Cambridge

Stephen Martin (2001), *Industrial Organization – A European perspective*, Oxford University Press, New York

Aumann, R. J. (1964), "Markets with a Continuum of Traders", *Econometrica*, Vol. 32, No. ½ Jan

T. Arnold, P. Hersch, J.H. Mullherin and J. Netter (1999), Merging Markets. *Journal of finance* 52

M. Malkamäki (18 December 2000), Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective. *Journal of Banking and Finance*

Elektroniska källor

- <http://currency.euroinvestor.co.uk/print/printnewsstory.aspx?storyid=10060699> 2009-11-15
- <http://www.compricer.se/aktier/> 2009-11-24
- <https://www.avanza.se/aza/omavanza/index.jsp> 2009-11-24
- <http://www.chi-x.com/home/who-we-are.asp> 2009-11-24
- <http://intrahuc.hogsby.se/distans/ForetagsekonomiA/M04-borsen/M04-s01-stockholmsborsen.htm>
2009-11-25
- <http://org.nordnet.se/undersidor/om-nordnet/mal.html> 2009 11-30
- http://www.businessweek.com/investor/content/oct2007/pi2007102_394204.htm 2009-12-01
- <http://www.eu-upplysningen.se/Amnesomraden/Fri-rorlighet/> 2009-12-01
- http://www.fi.se/Templates/NewsLetterPage_8730.aspx 2009-12-02
- http://nordic.nasdaqomxtrader.com/digitalAssets/64/64925_stockholm_examples.pdf 2009-12-02
- <http://www.chi-x.com/trading-on-chi-x/trading-tariff-and-prices.asp> 2009-12-02
- http://www.tradeturquoise.com/doclibrary/Tariff_Schedule.pdf 2009-12-02
- http://batstrading.com/resources/regulation/rule_book/BATS_Ex_Fee_Schedule.pdf 2009-12-02
- <http://www.burgundy.se/sites/burgundy.se/resources/attachments/Burgundy%20pricelist%201.5.pdf>
2009-12-02
- <http://www.businessdictionary.com/definition/market-fragmentation.html> 2009-12-03
- <http://www.aktietorget.se/CompanyListing.aspx> 2009-12-03
- <http://www.alternativa.se/> 2009-12-03
- http://bors.www.dn.se/dn/site/news/newspop.page?magic=%28cc%20%28news%20%28id%20urn:newsml:six.se:20090102:WKR_3325786555:1%29%29%29 2009-12-03
- <http://www.investopedia.com/terms/c/clearing.asp>, 2009-12-04
- <http://www.investopedia.com/terms/s/settlementdate.asp>, 2009-12-04
- <http://org.nordnet.se/undersidor/om-nordnet/historia.html> 2009-12-05
- http://www.ncsd.eu/369_SVE_ST.htm 2009-12-07

http://www.ncsd.eu/1790_SVE_ST.htm#stor 2009-12-07

<http://www.nasdaq.com/asp/chartingbasics.aspx?symbol=OMXS30&selected=OMXS30> 2009-12-07

<http://www.investopedia.com/terms/p/proprietarytrading.asp> 2009-12-10

<http://www.euroinvestor.se/News/ShowNewsStory.aspx?StoryID=10393531> 2009-12-10

<http://www.burgundy.se/sites/burgundy.se/resources/attachments/Investor%20information.pdf> 2009-12-11

http://www.investopedia.com/terms/d/dark_pool_liquidity.asp 2009-12-12

<https://www.avanza.se/aza/omavanza/historia.jsp?lang=se> 2009-12-12

<http://www.nasdaqomxeurope.com/ViewArticle/?contentId=20480> 2009-12-13

<http://www.batstrading.com/home/> 2009-12-14

http://www.fi.se/upload/30_regler/30_eu/40_vardepapper/TRS/PM_TRS.pdf 2009-12-15

http://www.e24.se/business/bank-och-finans/stockholmsborsens-hemliga-storspelare_1731887.e24, 2009-12-15

http://www.e24.se/business/bank-och-finans/den-hemliga-aktiehandeln_1634389.e24, 2009-12-15

Intervjuer

Mattias Hammarqvist, Head of Sales, Nordic Equities and Derivates, NasdaqOMX, 2009-12-15

Thomas Gidlund, Head of Sales and Business Development, Burgundy, 2009-11-26

Martin Andersson, Head of Securities Brokerage, Nordnet, 2009-11-27

Claes-Urban Dackberg, Head of Business enabling, Swedbank, 2009-12-10

Torbjörn Ericsson, MiFID ansvarig, SEB, 2009-12-11

Mailintervjuer

Sybille Mueller, PR-konsult Chi-X, 2009-12-14

Ingrid Bonde, VD, AMF Pension, 2009-12-06