

Die Vorzüge außerbörslicher Handelsplattformen

Höhere Liquidität, geringere Kosten

Linn Karstadt, EMEA Electronic Execution, Citi Global Markets

Konventionelle Börsen haben in letzter Zeit um den Erhalt ihres Stellenwerts kämpfen müssen, während alternative Handelsplattformen und „Dark Pools“ mehr und mehr an Popularität gewinnen. Ein schneller Informationsfluss wird immer wichtiger, und die wachsende Beliebtheit alternativer außerbörslicher Handelsplattformen, sogenannter „Dark Pools“, erzeugt Unsicherheit bei den Anlegern: Welches ist der richtige Handelsplatz, um Liquidität zu finden? Um den Ansprüchen der komplexen globalen Märkte von heute zu genügen, braucht der Investor einen Handelsplatz, der nicht nur erstklassige Ausführung und Liquidität, sondern auch innovative Technologien anbieten kann. Welche Handelsplattform ist jedoch die richtige – reguliert oder außerbörslich?

Es gibt viele verschiedene Arten von alternativen Handelsplattformen. Einige werden von den Börsen selbst betrieben. Andere unterliegen der Kontrolle multilateraler Handelssysteme (MTF). „Broker Crossing Systeme“ (vollelektronische alternative Handelssysteme) stellen eine weitere außerbörsliche Liquiditätsquelle dar. Allgemein bieten alternative Handelsplattformen institutionellen Kunden die Möglichkeit, größere Mengen Aktien zu handeln, ohne dass diese Transaktionen „den Markt in Aufruhr versetzen“ und zu für sie selbst ungünstigen Preisentwicklungen führen. Informationslecks und die daraus eventuell re- ▶

The Merits of Dark

Higher Liquidity, Reduced Costs

Linn Karstadt, EMEA Electronic Execution, Citi Global Markets

Conventional stock exchanges have been more challenged to maintain relevance as alternative trading venues and dark pools have increased in popularity. Information has become an issue of greater importance and the rise in popularity of dark pools raises questions for the investor: What is the best way to source liquidity? Traders need an execution venue that can offer premium execution tools, unique liquidity and innovative technology that meet the challenges of today's complex global markets, but which venue to choose? Dark or Lit?

Dark pools come in a variety of types. Some are run by the Exchanges themselves. Others are operated by Multi Lateral Trading Facilities (MTFs). Broker Crossing Systems are yet another source of dark liquidity. In general, dark pools offer the institutional clients the ability to trade large volumes of stock with-

out their actions “spooking the market” and causing prices to move away from them. Information leakage, and the potential resulting move in stock prices, is one of the more significant costs of trading for large institutional investors and pension funds. Dark pools allow these investors to find liquidity without information leakage and the resultant adverse market impact. ▶



Linn Karstadt

Citi Global Markets

sultierende Schwankung der Aktienkurse können für institutionelle Anleger und Rentenfonds einen der wesentlichen Kostenfaktoren im Handelsbereich darstellen. Über außerbörsliche Handelsplattformen können diese Anleger anonymen Zugang zu Liquidität erhalten, ohne die damit verbundenen negativen Marktfolgen zu riskieren.

„Dark Pools“ sind eine anonyme Plattform, über die Transaktionen mittels fortschrittlicher Technologien kostengünstig und effizient abgewickelt werden können. Statt persönlich dem besten Aktienkurs nachzujagen, nutzen institutionelle Anleger sogenannte „smarte Orderrouter“, die verschiedene Börsen, Netzwerke und außerbörsliche Handelsplätze nach dem besten Preis durchforsten.

Niedrigere Handelsgebühren

Es ist jedoch nicht nur die Technologie, die institutionelle Anleger zu alternativen Handelsplattformen lockt, sondern einer der Hauptanreize sind die geringeren Handelsgebühren. Der Handel mit größeren Aktienmengen an traditionellen Börsen ist hindernisreicher, kostspieliger und störungsanfälliger geworden. Da „Dark Pools“ außerhalb der traditionellen Börsen handeln und die Ausführung oftmals auf der Grundlage des Mittelwerts zwischen Angebots- und Nachfragepreis erfolgt, können sie für Investoren kostengünstiger sein.

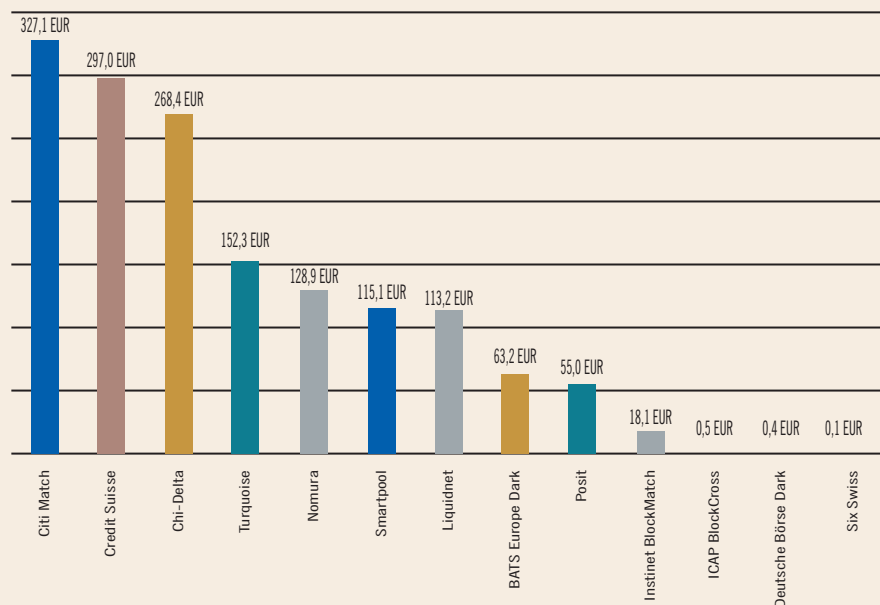
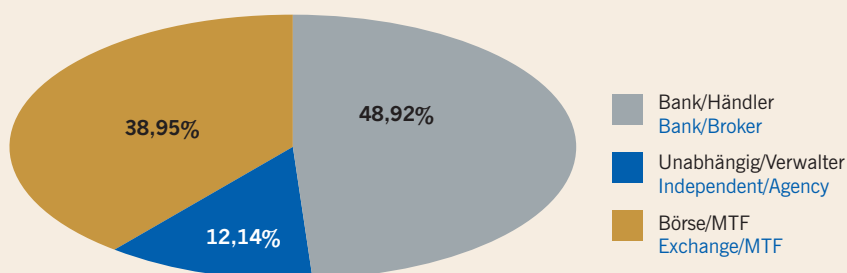
Vorteile für den Privatanleger

Es sollte an dieser Stelle erwähnt werden, dass „Dark Pools“ von Händlern und Anlageverwaltern, die große Aktienmengen bewegen wollen, nur in bestimmten Handels-

situationen genutzt werden. Anlageverwalter müssen im Namen ihrer Kunden zwischen dem Streben nach Liquidität und der unfreiwilligen Preisgabe von Informationen abwägen. Im Allgemeinen bringt der außerbörsliche Handel bei Kleinaufträgen keine großartigen Vorteile. Privatanleger finden

die gewünschte Liquidität in der Regel über den Handel an den regulierten Märkten, ohne befürchten zu müssen, dass ihr Auftrag zu störenden und teuren Kursschwankungen führt. Es bringt also wenig, Kleinaufträge außerbörslich zu platzieren und zu hoffen, dass einen die Liquidität schon fin-

Graphik 1: „Dark Pool“-Volumen nach Kategorie
Diagram 1: Dark Pool Volumes by Category



Untere Graphik bezieht sich auf das durchschnittliche Handelsvolumen pro Tag (Oktober/in Mio.).

Bars on bottom chart correspond to average daily value traded, in millions, for October.

Quelle | Source: Rosenblatt Securities Inc.

➤ The Merits of Dark

Dark pools offer a venue through which trades may be executed cost effectively through advancing technology. Instead of personally hunting for the best stock price, institutional investors use trading platforms that scan different exchanges, networks and dark pools for the best price.

Lower Trading Fees

It is not only technology that has attracted institutional investors to alternative trading venues, but importantly, lower trading fees. Trading large quantities of stock on traditional exchanges became more challeng-

ing, costly, and potentially disruptive. Since dark pools trade off the traditional exchanges and often execute at the midpoint between the bid and the ask price, it can be more cost effective for the investor.

Efficiencies for the Retail Investor

It is important to note that dark pools are only used in certain trading situations by traders and investment managers looking to trade large volumes of stock. There is a

trade off for the investment manager between seeking liquidity and information leakage. In general, a retail size order will not benefit from trading in a dark pool. Retail investors can generally find the liquidity they are seeking by trading in the lit markets, without the fear that the presence of their order will lead to disruptive and expensive stock price movements. So there is no benefit to the retail order to sit in a dark pool hoping that liquidity will find it.



den wird. Durchaus wichtig ist jedoch, dass Privatanleger verstehen, auf welche Art und Weise ihr Anlageverwalter „Dark Pools“ und „Broker Crossing“-Dienste wie Citi Match nutzt, um die Rendite zusätzlich zu steigern.

Anti-Gaming-Logik & Regulierung spekulierender Gegenparteien

Wie bereits erwähnt, ist das Verhindern von Informationslecks wichtig für die Performance eines Investment- oder Rentenfonds bzw. eines Anlageverwalters. Es ist außerdem ausschlaggebend, dass Investoren die „richtige“ Handelsplattform wählen, um sich vor Spekulanten zu schützen. Gaming kann nicht nur an Börsen auftreten, sondern auch innerhalb multilateraler Handelssysteme oder „Dark Pools“. Es ist natürlich im Interesse des Betreibers der Handelsplattform, Gaming in jeder Form zu stoppen und spekulierende Gegenparteien herauszufiltern und diese daran zu hindern, wieder am



Photo: © Photodisc

Durchschnittliche Abwicklungsgröße		Average Execution Size	
Handelsplattform	Ø Handelsvolumen Oktober (EUR) AVG Trade Size – Oktober (EUR)	Ø Handelsvolumen Oktober (Anzahl Aktien) AVG Trade Size – Oktober (# Shares)	Ø Handelsvolumen/Tag Oktober (Mio. EUR) October ADV (EURm)
Venue			
Nomura	16.576	1.831	128,9
Chi-X Chi-Delta	9.270	1.024	268,4
SmartPool	8.419	916	115,1
Turquoise	6.805	787	152,3
Instinet Blockmatch	6.790	816	18,1
Credit Suisse Crossfinder	6.697	837	297,0
Citi Match	5.010	593	327,1

Quelle | Source: Rosenblatt Securities Inc.

betreffenden Markt aktiv zu werden. Aus diesem Grund kann es je nach gewählter Handelsplattform erhebliche Abweichungen hinsichtlich der Ausführungsqualität geben. Die Konstruktion bzw. das Design eines „Dark Pools“ spielt eine große Rolle und kann das Risiko, Spekulanten zum Opfer zu fallen, erheblich minimieren oder erhöhen.

Daneben ist auch eine sorgfältige Kontrolle und Überwachung von wesentlicher Bedeutung, um den Missbrauch nicht nur innerhalb eines einzelnen „Dark Pools“, sondern auch über mehrere „Crossing Systems“, Börsen und multilaterale Handelssysteme hinweg zu identifizieren. „Dark Pools“, die den betreffenden Brokern selbst gehören, haben ein natürliches Geschäftsinteresse an der garantierten Vermeidung potenziellen Missbrauchs. Andernfalls würden sie an Kundenattraktivität verlieren. Citi achtet sorgfältig auf mögliche Zusammenhänge zwischen der Ausführung von Trans-

aktionen auf einem außerbörslichen Handelsplatz und daraus eventuell resultierenden Preisbewegungen, um das Risiko einer Signalwirkung oder unfreiwillig preisgebender Informationen abzuschätzen zu können und auf dieses mittels Anti-Spekulationsstrategien zu reagieren. Börsenmakler wie Citi agieren als Vertreter für ihre Kunden und bieten diesen somit ein hohes Maß an Kontrolle, Vertrauen und Verantwortungsbewusstsein.

Fazit:

„Dark Pools“ sind unschätzbar wertvolle Liquiditätsquellen und bieten nicht nur Vorteile für große Aktienpakete mit hohem Börsenwert, sondern auch für – nicht immer ganz leicht zu findende – Aktien mit geringer und mittlerer Marktkapitalisierung. Außerbörsliche Handelsplattformen können dazu beitragen, Handelskosten zu senken und Preisabweichungen zu minimieren, um so die Gesamteffizienz zu steigern. ■

It is important, however, that the retail investors understand how their mutual fund or pension manager is utilizing tools like dark pools and broker crossing services like Citi Match to help enhance the return.

Anti-Gaming Logic & Regulating Counterparties

As indicated, the reduction of information leakage is important to the performance of a mutual fund, pension fund or investment manager. It is also important that investors trade in the “right” pool to protect themselves from gaming. Gaming can happen in Exchanges, MTFs and other liquidity venues and is a legitimate concern. It is in the best

interest of dark pool operators to stop gaming in every form, filtering out the gaming counterparties and excluding them from re-entering. Therefore there can be a significant divergence in the execution quality based on venue selection. The design of a dark pool is very important and can minimize or increase the risks of being gamed.

Secondly close monitoring and oversight are critical to identifying venue abuse, not only within a single dark pool, but also across other crossing venues, exchanges and MTFs. Dark pools that are broker-owned have a natural business interest to make sure they prevent abuse. Otherwise clients would not go to them. Citi looks closely for any correlation be-

tween a fill in a dark venue and subsequent price action to estimate the signaling risk or information leakage and address both these situations through anti-gaming strategies. Brokers like Citi are agents for their clients where the client enjoys a high degree of control, trust and redress.

Conclusion:

Dark pools are invaluable for finding liquidity and are of benefit not only for big blocks but also for harder to find small- and mid-cap stocks. Dark pools can help reduce trading costs and minimize market slippage thereby increasing the overall efficiency of trading. ■