

**joachim grammig • erik theissen**

**IS BEST REALLY BETTER? INTERNALIZATION OF ORDERS IN AN OPEN  
LIMIT ORDER BOOK**

**CFR WORKING PAPER 05-06**

Wenn Banken und Makler Kauf- oder Verkaufsaufträge ihrer Kunden nicht an die zentrale Börse weiterleiten, sondern eine Ausführung gegen das eigene (interne) Orderbuch vornehmen, so spricht man von einer „Internalisierung“ der Kundenorder. Dieses Vorgehen wird in der Europäischen Union kontrovers diskutiert. In der Tat weichen die regulatorischen Bestimmungen bezüglich Internalisierung in den EU-Mitgliedsstaaten stark voneinander ab. So haben Frankreich und Italien eine „Konzentrationsregel“ implementiert, wonach alle Transaktionen auf einem regulierten Markt, d.h. einer Börse, vonstattengehen müssen. Internalisierung wird damit explizit verhindert. Großbritannien steht mit seiner Gesetzgebung am Ende des Spektrums. Eine neuere Schätzung besagt, dass auf dem britischen Markt mehr als die Hälfte aller Kundenorder internalisiert sind.

Auf dem Deutschen Kapitalmarkt können Banken und Makler das Xetra BEST System nutzen, um ihre Kundenorder zu internalisieren. Das Besondere an diesem System: Xetra BEST wird von der Deutschen Börse AG als Teil des Xetra Handelssystems betrieben. Das System ist ein einmaliger Versuch, der Fragmentierung des Handelsprozesses insofern entgegenzutreten, indem ein Börsenbetreiber selbst eine Plattform zur Internalisierung bereitstellt. Dieser Artikel liefert eine empirische Analyse der Marktqualität von Xetra BEST. Für die Analyse erweitern wir ein bekanntes strukturelles Modell zur Schätzung des Informationsgehaltes von Handelstransaktionen und passen es der spezifischen Marktstruktur (zentrale Börse mit „angedocktem“ Internalisierungssystem) an. Die Ergebnisse zeigen, dass eine Internalisierung der Kundenorder in Xetra BEST für die teilnehmenden Banken und Makler trotz der verpflichtenden Preisverbesserung im Vergleich zu einer Ausführung im Xetra-Orderbuch durchaus profitabel ist. Der Grund hierfür ist, dass die adversen Selektionskosten der Xetra-BEST Transaktionen deutlich niedriger sind als die adversen Selektionskosten von regulär über das Xetra-Orderbuch abgewickelten Transaktionen. Unter adversen Selektionskosten versteht man Verluste, die ein Liquiditätsanbieter in Kauf nehmen muss, wenn er die Gegenseite bei einer Transaktion mit einem besser informierten Marktteilnehmer einnimmt. Mit anderen Worten: Xetra-BEST Liquiditätsanbieter handeln insbesondere mit uninformierten Marktteilnehmern und können dabei „risikolos“ die Geld-

Brief-Spanne verdienen. Dieses Phänomen wird als „Cream-Skimming“ („Rahm abschöpfen“) bezeichnet. In diesem Beitrag wird gezeigt, dass die verpflichtende Preisverbesserung gegenüber dem Xetra-Orderbuch die geringeren adversen Selektionskosten der Liquiditätsanbieter nicht kompensiert, also Evidenz für „Cream-Skimming“ vorliegt. Eine Folgerung aus diesem Ergebnis ist, dass ein verstärkter Wettbewerb zwischen Xetra-BEST Liquiditätsanbietern durchaus sinnvoll wäre, da dies die Ausführungsqualität von internalisierten Kauf- und Verkaufsaufträgen weiter verbessern könnte.