

S. Frey • P. Sandas

The Impact of Iceberg Orders in Limit Order Books

CFR Working Paper 09-06

Alle großen europäischen Börsen erlauben es im Handel mit Aktien den Teilnehmern mittels Iceberg-Orders Liquidität in das Orderbuch einzustellen, die im Orderbuch für alle andere Akteure nicht sichtbar ist. Eine Besonderheit im Unterschied zu anderen Ordertypen dieser Art ist, dass ein Teil des Volumens (der „Peak“) immer sichtbar sein muss.

Ein hoher Anteil (ca. 16% im Untersuchungszeitraum erstes Quartal 2004) des ausgeführten Transaktionsvolumens verwendet diesen Ordertyp. Die Autoren stellen hierzu eine Reihe von Hypothesen auf, die die Vorgehensweise und Motivation des Nutzers und die Konsequenzen für die übrigen Handelsteilnehmer beleuchtet. Diese werden durch die ökonometrische Analyse auf einem Datensatz der Dax30 Unternehmen auf dem Handelssystem XETRA bestätigt und genauer quantifiziert.

Eine wichtige Voraussetzung für das Verständnis der Iceberg-Order ist, dass ihr Mechanismus eine Entdeckung nach der ersten Ausführung des sichtbaren Volumens erlaubt. Zudem ist es partiell möglich, das nicht sichtbare Volumen durch beobachtbare Größen zu prognostizieren. Dies sind insbesondere das gewählte sichtbare und das bereits ausgeführte Volumen.

Iceberg-Orders sind deutlich grösser als die sichtbaren Limit-Orders, sie stellen somit einen grossen Liquiditätsbedarf dar. Das erste Resultat ist somit, dass ihre Existenz Information darüber enthält, wie sich der zukünftige Aktienkurs kurzfristig entwickeln wird („Price Impact“). Dieser Informationsgehalt nimmt mit dem Volumen des Auftrages zu. Die durchschnittliche Größenordnung liegt im Bereich von einem bis drei Basispunkte bei einem Horizont von 30 Transaktionen.

Trifft die Order aber auf Nachfrage von der anderen Marktseite, kommt es also zu Ausführungen durch Market-Orders (unlimitierte Aufträge), reduziert sich der Informationsgehalt drastisch und kann sogar negativ werden.

Im weiteren wird gezeigt, dass in der Regel diese Nachfrage vorhanden ist: Sind Iceberg-Orders an der Spitze des Orderbuches präsent, treffen diese auf erhöhte Nachfrage. Dies kann zum Teil durch Wahl einer aktiven Handelsperiode durch den Nutzer selbst erklärt werden („Market Timing“). Denn es verstärkt sich die Nachfrage nach der Entdeckung der Iceberg-Order nochmals. Das dadurch implizierte Liquiditätsangebot erweist sich somit als attraktiv für Händler mit hohem Handelsbedarf auf der Gegenseite („Advertising Effect“).

Eine Analyse der Verteilung der erwarteten Handelsprofite zeigt, dass für die Nutzer von Iceberg-Orders ein positiver Ertrag resultiert. Diese werden im wesentlichen nicht von ihren direkten Handelspartnern, sondern von den anderen aktiven Liquiditätsanbietern getragen. Für diese stellen vor allem der nicht sichtbare Teil einer unentdeckten Iceberg-Order ein Risiko dar, dass sie in ihren Strategien berücksichtigen müssen („Adverse Selection“).

Zusammenfassend stellen die Autoren fest, dass man mit Iceberg-Orders große Volumina im Rahmen des Orderbuchs effizient handeln kann. Es erlaubt die Suche nach latenter Nachfrage auf der anderen Seite des Marktes, ohne diese Absicht von Anfang an zu offenbaren. Ist diese Nachfrage aber vorhanden, kann der Handelspartner nach der Entdeckung die ungefähre Größe des Angebots vorhersagen. Die Unsicherheit über das genaue Volumen dient aber weiterhin dem Schutz vor der Konkurrenz durch andere Liquiditätsanbieter.