

**P. GOMBER • S. SAGADE • E. THEISSEN • M. C. WEBER • C. WESTHEIDE**

## **spoilt for choice: order routing decisions in fragmented equity markets**

**CFR working paper 16-04**

Die Aktienmärkte sowohl in Europa als auch in den USA haben sich in den letzten Jahren dramatisch verändert. Insbesondere technologische Entwicklungen und das Inkrafttreten neuer Regulierung - die Regulation National Market System (RegNMS) in den USA und die Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in Europe - haben diesen tiefgreifenden Wandel bewirkt. In der Folge kam es zur Einrichtung neuer Handelsplattformen, einem dadurch deutlich verstärkten Wettbewerb zwischen Handelsplattformen und, damit einhergehend, einer starken Fragmentierung des Handels.

Die verschiedenen, im Wettbewerb zueinander stehenden Handelsplattformen unterscheiden sich in verschiedenerlei Hinsicht, etwa bezüglich des Grades an Transparenz und Anonymität oder der Geschwindigkeit, mit der dort gehandelt werden kann. Investoren haben daher die Qual der Wahl, an welcher Handelsplattform sie handeln möchten. Letztlich ist es das Ziel der Investoren, "best execution" für ihre Aufträge zu erhalten. Welcher Markt für einen bestimmten Auftrag die besten Ausführungsbedingungen bietet, hängt aber von verschiedenen Faktoren wie etwa dem Handelsmotiv, der Auftragsgröße und dem jeweiligen Marktumfeld ab.

In diesem Papier untersuchen wir das Ergebnis dieses Entscheidungsprozesses, indem wir die Marktanteile und die Determinanten der Marktanteile verschiedener Gruppen von Handelsplattformen untersuchen. Wir unterscheiden dabei i) die elektronischen kontinuierlichen Handelssysteme der traditionellen Börsen und der Multilateral Trading Facilities (MTFs), ii) Call-Auktionen an den traditionellen Börsen (wie die Eröffnungs-, Intradages- und Schlußauktionen in Xetra), iii) Dark Pools (definiert als elektronische Handelssysteme ohne Vorhandelstransparenz), iv) Systematic Internalizers in der Definition der MiFID und v) Over-the-Counter-Märkte (OTC).

Wir nutzen einen sehr umfangreichen Panel-Datensatz, der (auf täglicher Ebene aggregierte) Transaktionen in europäischen Aktien an allen genannten Märkten enthält. Unsere Ergebnisse belegen, dass die Marktanteile der Handelssysteme von Aspekten des jeweiligen Marktdesigns (wie etwa dem Transparenz- und Anonymitätsgrad und der Minimum Tick Size), vom Marktumfeld (gemessen etwa anhand der Liquidität und Volatilität) und dem "Informationsumfeld" der jeweiligen Aktie (abgebildet etwa durch Gewinnankündigungen oder Dividendenzahlungen) abhängen. Bezüglich des letztgenannten Punktes zeigt sich etwa, dass vor und nach Gewinnankündigungen der Marktanteil solcher Handelsplattformen steigt, die schnelle und anonyme Ausführung anbieten. Das führen wir darauf zurück, dass diese Plattformen es informierten Marktteilnehmern erlauben, ihren Informationsvorsprung besser auszunutzen.

Wir stellen ausserdem fest, dass die Determinanten der Marktanteile für große und kleine Transaktionen sich systematisch unterscheiden. Wir führen das darauf zurück, dass Investoren simultan über die Größe ihrer Aufträge und dem Marktplatz, an dem sie zur Ausführung gelangen sollen, entscheiden.