

**SERIE: DIGITALE BÖRSENWELT (5)**

## Stiefkind des elektronischen Handels

**Börsen-Zeitung, 7.1.2016**  
Vor mehr als 20 Jahren begann der Einzug des elektronischen Handels an den Börsen dieser Welt, zuerst in Europa und dann mit einiger Verzögerung in Amerika und Asien. Vorreiter war der Derivatehandel, dem zügig der Aktienhandel folgte. Mit der zur Verfügung stehenden Technologie entstand eine neue Qualität, die der traditionelle Handel nicht bieten konnte. Mittlerweile ist die Technologie Wettbewerbsinstrument im Kampf um Order Flow für diese Märkte geworden. Eine entsprechende Entwicklung für den Rentenhandel hat nicht stattgefunden. Der Anteil des Telefonhandels am gesamten Handel ist trotz vielfältiger Bemühungen in den zurück liegenden beiden Dekaden immer noch substantiell höher als der elektronische Anteil. Die Technologie als Katalysator von Innovation hat für den Rentenhandel nicht die von vielen prognostizierte Wirkung entfalten können.

### Ernüchternde Ergebnisse

Im Jahr 2000 wurde vorhergesagt, dass 60% des Rentenhandels 2004 elektronisch stattfinden würde. Vergleicht man diese Prognose mit der Situation im Jahre 2014, so sind die Ergebnisse ernüchternd. Lediglich 13% des Handels von Unternehmensanleihen hat seinen Weg auf elektronische Plattformen gefunden. Selbst die Blue Chips des Rentenhandels – die Staatsanleihen der USA und der europäischen Länder – wurden lediglich zu gut einem Drittel (37%) elektronisch gehandelt. Stellt man das dem elektronischen Anteil von 75% des Spot-Foreign-Exchange-Handels gegenüber, einer Assetklasse, die früher auch traditionell über das Telefon gehandelt worden war, so stellt sich die Frage, warum der elektronische Rentenhandel immer noch nicht die prognostizierte Entwicklung genommen hat. Was sind die Gründe für die auch nach 20 Jahren ungebrochene Dominanz des Telefonhandels zumindest von Firmenanleihen – an fehlender Handelstechnologie kann es offensichtlich ja nicht gelegen haben. Ein Blick auf die Erfolgsfaktoren des elektronischen Aktienhandels hilft bei der Beantwortung dieser Frage.

Marktteilnehmer sahen Vorteile im elektronischen Aktienhandel, da die neue Form Defizite des Parkett-handels bezogen auf Neutralität, Transparenz und effiziente Preisbil-

dung adressierte und sich positive In-house-Effekte aus dem „Straight Through Processing“ für die Handelshäuser ergaben.

Diese Sichtweise der Handelsteilnehmer gilt nicht im gleichen Maße für den Rentenhandel. Obwohl für den elektronischen Handel immer wieder das Argument einer transparenteren und effizienteren Preisbildung angeführt wird, besteht dafür aus Sicht der Buy Side kein Handlungsbedarf. Institutionelle Adressen haben in der Regel eine genaue Vorstellung vom angemessenen Preis.

Der Broker/Dealer im Gegenzug ist sich dessen bewusst und will die Geschäftsbeziehung nicht durch überzogene Preisbildung gefährden. Hinzu kommt, dass es für die Buy Side neben dem Preis auch noch andere Faktoren gibt. Viel bedeutender als das letzte Zehntel des Preises ist, dass die Order in einer gewissen Frist ausgeführt wird bzw. die Handelsabsicht nicht zum Allgemeingut wird. Nichts ist schlimmer, als wenn bekannt wird, dass ein großes Ticket nicht zur Ausführung kommt bzw. der Markt über den Trading Interest eines Teilnehmers informiert ist. Dies hat im Zweifel einen viel größeren Effekt auf den Preis, zu dem die Buy Side eine Position auf- oder abbauen kann, als der eine oder andere Basispunkt, den der Broker/Dealer am Handel verdient.

### Erfolg lässt auf sich warten

Die Sell Side auf der anderen Seite hat auch kein allzu großes Interesse, dass ihre Wertschöpfung disintermediert wird. Die Single-Dealer-Plattformen der Sell Side versuchen aus diesem Grunde schlicht, das bekannte Dealer-to-Client-Modell zu automatisieren. Die Multiple-Dealer-Plattformen werden in der Regel eher für eine geringe Anzahl von standardisierten Transaktionen mit typischerweise kleinen Ordergrößen genutzt. Der Erfolg dieser Plattformen hängt aber direkt von der Bereitschaft der Dealer ab, den gleichen Service anzubieten, den sie bereits im Telefonhandel bereitstellen. Ein übermäßiger Erfolg dieser Plattformen lässt bisher auf sich warten, wie die Zahlen belegen. Vor diesem Hintergrund fehlt einfach der Antrieb aus dem Markt, der in den Neunzigern dem elektronischen Aktien- und Derivatehandel zum Erfolg verholfen hat.

Aber es kommen auch noch struk-

turelle Unterschiede zum Tragen, die in der Summe den elektronischen Handel von Renten erschweren. Es fängt mit der Anzahl der Instrumente an. Auf dem europäischen Bondmarkt gib es rund 150 000 Instrumente, verglichen mit rund 6 000 Aktien, die auf regulierten Märkten gehandelt werden. Das zur Verfügung stehende Investitionskapital verteilt sich damit auf eine viel höhere Anzahl von Instrumenten, was zwangsläufig zur Fragmentierung der Liquidität des Bondhandels führt. Der VW-Aktie als Anlageinstrument stehen laut Bloomberg 179 Volkswagen-Anleihen über alle Tochtergesellschaften und Währungen hinweg gegenüber.

Die Tatsache, dass Anleihen typischerweise einer Buy-and-Hold-Strategie unterliegen, macht es strukturell fast unmöglich, einen Flow-Handel zu etablieren, der typisch für den Aktienhandel ist. Anleihen werden im Wesentlichen im Primärmarkt und dann noch wenige Tage nach der Emission im Sekundärmarkt gehandelt. Der Return on Investment wird durch die Zinszahlung und die Endfälligkeit erzielt und nicht durch Kauf- und Verkaufsstrategien, wie sie im Aktienhandel üblich sind.

Darüber hinaus ist der Anleihe-markt ein institutioneller Markt, der durch große Orders und große Spieler bestimmt ist. Der private Anleger, der in der Summe oder als Einzelner in Form der Heavy Trader im Aktienhandel zum Flow beiträgt, spielt für den Rentenhandel keine Rolle. Ticket Size und fehlende Standardisierung der Produkte sind strukturelle Aspekte, die einen Flow-Handel nicht erlauben. Es kommt nicht von ungefähr, dass der elektronische Bondhandel meist versucht, den traditionellen Telefonhandel in Form von Request-for-Quote-Modellen nachzubilden. Hier werden allerdings die wichtigen Elemente des Telefonhandels wie beispielsweise „Signaling“ und „Soft Sounding“ schmerzlich vermisst.

Wenn es also weiterhin keinen Impuls von der Marktseite gibt und strukturelle Gründe es ebenfalls fraglich erscheinen lassen, dass der elektronische Rentenhandel kraft eigener Anstrengungen zur Erfolgsgeschichte wird, dann bleibt nur noch der Regulator.

### Regulierer will Transparenz

Denkbare radikale Forderungen wie

ein Börsenzwang sind spätestens mit dem Regelwerk Mifid I ad acta gelegt worden. Mifid I führte mittels der multilateralen Handelssysteme und der Systematischen Internalisierung den Wettbewerb für die Börsen im Aktiensegment ein. Dieser Wettbewerb der Märkte hat zweifelsohne zu einer Reduzierung der Transaktionskosten geführt. Der mit der Regulierung einhergehenden Fragmentierung bzw. den damit verbundenen Nachteilen für einen effizienten Preisfindungsprozess wollten die Regulierer durch umfangreiche Transparenzanforderungen begegnen.

Vor diesem Hintergrund erscheint es eher unwahrscheinlich, dass die Aufsichtsbehörden eine Pre-Mifid-I-Sicht auf die Märkte einnehmen. Dem Regulator geht es erkennbar um die Transparenz im Rentenhandel und nicht um die Bevorzugung einer Handelsplattform oder eines Operators.

Tatsächlich werden in der zur Umsetzung anstehenden Mifid II/Mifir umfassende Vorhandels- und Nachhandels-Transparenzvorschriften für alle Formen des Rentenhandels eingeführt. Ein Börsenzwang sieht definitiv anders aus, so dass die Börsen hier keine Hilfe vom Regulator erwarten können. Darüber hinaus bleibt allerdings auch abzuwarten, ob die Transparenzvorschriften den Rentenhandel in Richtung eines konstanteren Flow von Kauf- und

Verkaufsaufträgen ändern werden. In der Theorie sollten die Transparenzvorschriften die Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Händlern hinsichtlich Preis und Marktbedingungen adressieren und damit zu mehr Liquidität führen.

Man darf skeptisch bleiben. Es gibt eine Vielzahl von Ausnahmen bezogen auf die Vorhandels- und Nachhandels-Transparenzverpflichtung, und man darf gespannt bleiben, ob die Vielzahl der Ausnahmen dem Ziel der Erhöhung des Plattformhandels gerecht wird. Zum anderen adressiert Mifid II/Mifir nicht die grundsätzlichen Herausforderungen, an denen der elektronische Rentenhandel bislang gescheitert ist.

### Kreativität ist gefragt

Was heißt das nun für die Börsen? Nüchtern betrachtet sind alle Versuche der Börsen, den Rentenhandel im großen Stil für die elektronischen Plattformen der Börsen zu gewinnen, gescheitert. Die traditionelle Sichtweise der Börsen als Organisator eines Handelsplatzes hilft hier nicht weiter. Kreativere Ansätze sind gefragt, da der Rentenhandel einerseits zu groß ist, um ihn Dritten zu überlassen, und andererseits der Regulator mit Mifid II/Mifir jetzt und wohl auch zukünftig den Rentenhandel stärker ins Visier nimmt.

Hier bieten sich Chancen für die Börsen, wenn sie sich als Dienstleister in der gesamten Wertschöpfungskette des Rentenhandels positionieren und aktiv mit den Marktteilnehmern, und zwar sowohl der Sell als auch der Buy Side, Wertschöpfung generieren. Was spricht beispielsweise dagegen, wenn Börsen mit großen Inter-Dealer-Brokern im Rentenhandel kooperieren und ihre Handelstechnologie für außerbörsliche Märkte zur Verfügung stellen? Weitere potenzielle Dienstleistungen sind Services für den Primärmarkt, ein konsolidiertes Tape im Kontext der Nachhandels-Transparenz, ein erweitertes Securities-Lending-Angebot – schließlich ist im Zuge erhöhter Eigenkapitalvorschriften das Inventory an Rententiteln der einzelnen Dealer in Europa drastisch gesunken – und ein Ausbau von Absicherungsinstrumenten für Bond-Positionen.

.....  
Thomas Ruppelt, Partner Metis Management Consulting

.....  
Zuletzt erschienen:

- ▶ Noch halten die Aufseher still (6. Januar)
- ▶ Luminex und Plato schotten sich ab (31. Dezember)
- ▶ Börsen wollen Vorsprung durch Technologie (30. Dezember)