

IM DIALOG MIT DEN KAPITALMÄRKTEN

DIRK

Deutscher
Investor Relations
Verband e.V.



DIRK IR-GUIDE BAND IV

Börse trifft Einstein: $E=mc^2$

LIQUIDITÄT MIT LICHTGESCHWINDIGKEIT
FÜR SMALL, MID UND LARGE CAPS?



Inhalt

EINFÜHRUNG	6
<hr/>	
1. TECHNOLOGISCHE REVOLUTION AUF HANDELSPLÄTZEN	7
Siegesszug der Robotrader	7
Lost in Cyberspace	7
IR Impact und Algo Kontroverse	8
Liquidität in Handelssälen der neuen Generation	10
Licht und Schatten auf neuen Handelsplätzen	10
Autopiloten mit High Speed im Hochfrequenzhandel	13
c = 299 792,458 Kilometer pro Sekunde	15
<hr/>	
2. MIGRATION EINES "INVESTOR MARKETS" ZU EINEM "TRADING MARKET" ?	16
Neue und alte Ansprechpartner der IR	16
Heimvorteil Privatanleger	17
Vom Buy and Hold bis zum Heavy Trading im Home Office	18
Algo-Demokratie im Aktienhandel	18
Buntes Spektrum institutioneller Investoren	19
Publikums- und Pensionsfonds	19
Sovereign Wealth Funds (SWF)	20
Hedge Fonds	20
<hr/>	
3. GRÖSSE BESTIMMT LIQUIDITÄTSNIVEAU	21
Large Caps: Lieblinge aller Orderbücher	21
Konzentration der Schlüsselinvestoren bei Mid Caps	22
Losgrößendilemma bei vielen Small Caps	23
Feedback der High Touch Trader	25
<hr/>	
4. TIME TO REBOOT	26
IR Know how über die Marktstruktur	26
What's next?	28
<hr/>	
DIRK – WAS WIR BIETEN	29
<hr/>	
ÜBER DEN AUTOR	30

Über den IR-Guide

Der DIRK IR-Guide wird vom Deutschen Investor Relations Verband (DIRK) in Zusammenarbeit mit IR-Experten herausgegeben, um den IR-Professionals als Ratgeber bei wichtigen Themen rund um Investor Relations Unterstützung zu bieten.

Ziel ist es, aktuelle Aspekte und Entwicklungen aufzugreifen und hierzu Best Practice-Lösungen kurz und prägnant darzustellen. Neuauflagen zu schon erschienenen Bänden werden je nach Aktualitätsbedarf herausgegeben.

DIRK-Mitglieder erhalten den IR-Guide jeweils kostenlos bei Erscheinen zugesandt. Nichtmitglieder können sich Exemplare per formloser Mail an info@dirk.org bestellen, solange der Vorrat reicht

Bisher erschienen:

Band I: Designated Sponsoring

Band II: Internationale Rechnungslegung

Band III: Privataktionäre – Was muss IR beachten?

Über den DIRK

Der Deutsche Investor Relations Verband (DIRK) ist der deutsche Berufsverband für Investor Relations (IR) und Vertreter kapitalmarktorientierter Unternehmen. Als Sprachrohr der IR Professionals vertritt der DIRK die Belange seiner Mitglieder aktiv im Dialog mit den Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarkts, der Politik und der Öffentlichkeit. Seinen Mitgliedern bietet der Verband aktive fachliche Unterstützung und fördert den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus fördert er die Entwicklung des Berufsstandes und setzt mit seinen über 350 Mitgliedern Qualitätsstandards für Finanzkommunikation. Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen und solchen, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren. Zunehmend sind auch an der Kapitalmarktkommunikation interessierte natürliche Personen Mitglied im DIRK. Weitere Informationen unter www.dirk.org

Liebe Mitglieder und Freunde des DIRK,

5

mit dem neuen Band VI setzen wir die Reihe der IR Guides des DIRK zu praxisnahen Unterstützung der IR fort. Er befasst sich mit dem strukturellen Umbruch in den Kapitalmärkten durch die technische Revolution im Aktienhandel und seinen Auswirkungen auf die Liquidität von Small-, Mid-, und Large Caps. Es ist ein neues und komplexes Thema, das Investoren, Handelsteilnehmer, Emittenten, Börsen, Verbände und Regulatoren derzeit weltweit beschäftigt, Geschäftsmodelle in Frage stellt und neue schafft sowie die Beziehung zwischen Unternehmen und Investoren beeinflusst.

Der vorliegende IR Guide zeigt die rasante Entwicklung auf alten und neuen Handelsplätzen, stellt die neue Sprache im Aktienhandel vor, gibt einen Einblick in neue ungeschriebene Gesetze des Kapitalmarkts und schafft für Ihre IR ein besseres Verständnis über Marktstrukturen im Wandel. Er blickt dabei hinter die Kulissen, analysiert die neue Verbindung zwischen Unternehmensfinanzierung (Kapitalkosten im Primärmarkt) und den Änderungen auf der Handelsseite (Preise im Sekundärmarkt). Praxisnahe Implikationen werden diskutiert und mit Checklisten Hilfestellungen für die tägliche IR Arbeit gegeben.

Der Zeitpunkt des Erscheinens des IR Guides passt sehr gut zur aktuellen Überarbeitung des zentralen Regelwerks für Kapitalmärkte, der Markets in Financial Instruments Directive -kurz MiFID-, in die regulatorische Agenda Europas. Auch hier will der DIRK als Verband einen aktiven Beitrag leisten.

Mit Dr. Martin Steinbach, den Autor dieses Bandes, verbindet den DIRK eine freundschaftliche langjährige Zusammenarbeit als Förderer der IR und Börsenexperte.

Ich wünsche Ihnen eine spannende Lektüre!

Hamburg, im April 2011

Otmar Winzig
Präsident

Einführung

Investoren sind rare und scheue Rehe. Oft ist die Mindestmarktkapitalisierung für Investoren und Handelsteilnehmer wesentliches Zugangskriterium, um überhaupt in eine Aktie zu investieren oder zu handeln. Doch wo liegt diese Grenze? Einen Schwellenwert auszumachen ist schwer, denn dieser hängt vom Investorentyp und der Liquidität der Aktie ab. Welche Investoren sind aktiv und was kann die IR tun, um Liquidität in der neuen Handelswelt zu fördern? Hochtechnologie im Handel und Orderübermittlung quasi mit Einsteins Lichtgeschwindigkeit (c) verändern rasant bekannte Marktstrukturen. Etablierte Regeln am Kapitalmarkt werden obsolet und neu geschrieben. Dark Pools, ECNs oder MTFs: Welchen Einfluss haben neue Handelsplätze, neue Handelsteilnehmer wie Algo-Trader, neue Handelsverhalten, die Marktfragmentierung in der EU und die technische Revolution im Aktienhandel auf die Liquidität? Lost in Cyberspace: Was verbirgt sich hinter der Fülle von neuen Begrifflichkeiten, die uns in der virtuellen Börsenwelt begegnen? Wer handelt überhaupt wo in meiner Aktie? Flash crash an der Wall Street im Mai 2010: Wie erklärt man plötzlich auftretende starke Kursbewegungen und warum wird meine Aktie auf mehreren Plattformen gehandelt? Wie gehen meine Investoren und Designated Sponsors damit um und was passiert eigentlich im Orderbuch bzw. meinen Orderbüchern?

Die neue fragmentierte Marktstruktur ist eine Herausforderung insbesondere für Investor Relations Officer, die sich in den neuen Liquiditätspools auskennen müssen. So ist der Slogan des DIRK „Im Dialog mit den Kapitalmärkten“ sehr vorausschauend gewesen, da er in der Mehrzahl spricht.

Ziel dieses DIRK Guides ist es, dies aus dem Blickwinkel der Investor Relations vor dem Hintergrund der sich rasant und fundamental wandelnden Marktstrukturen zu diskutieren und dabei einen aktuellen Einblick in die hochtechnologische Welt des Aktienhandels sowie Checklisten und Hilfestellung für die tägliche IR-Arbeit zu geben.

1. Technologische Revolution auf Handelsplätzen

Siegeszug der Robotrader

Die Börsenwelt ist in Bewegung wie noch nie. So reüssieren neue elektronische Handelsplätze, die das Gefüge im Kapitalmarkt ändern und traditionellen Börsen hohe Marktanteile abwerben. Möglich wird das durch Hochtechnologie, die ihre Grenzen nur noch in der Physik kennt. Das betrifft die schnellste Anbindung per Glasfaserkabel und Datenübermittlung in komplexen Netzwerken, immer höhere Kapazitäten und Verfügbarkeiten sowie ungeahnte Prozessorleistungen in redundanten Serverfarmen.

Lost in Cyberspace

Liest man die jüngsten Beiträge und ihre Umschreibungen zur technischen Revolution im Aktienhandel fühlt man sich in Science Fiction-Filmen wie „Krieg der Sterne“ oder „Terminator“ versetzt. Die Rede ist hier von Dark Pools, in denen man durch Pinging Liquidität im schwarzen Raum vermutet. Hauptakteure sind Computer bzw. Algo-Trader, die mittels komplexer Algorithmen gegeneinander antreten, oft ohne das der Mensch, der sie programmiert hat, mitwirkt. Entscheidend dabei ist die Geschwindigkeit im High Frequency oder Flash Trading. Rapide Fire Bids and Offers erfordern Anbindung in Warp Speed und hocheffiziente Netzwerke. Die Dauer der Orderübermittlung wird in Nanosekunden gemessen und als Latency bezeichnet. Hier limitiert nur die Lichtgeschwindigkeit im Order Routing das Maß des Handelns. Mit dabei sind Smart Order Router (SOR). Sie verbinden mehrere virtuelle Handelsplätze und ermöglichen simultanes Handeln. Allein in den USA existieren über 100 Handelsplätze, die dieselben Wertpapiere handeln. Das Raum-Zeitgefüge im Aktienhandel scheint fast obsolet zu sein. Sniper oder Stealth nennen sich die Strategien im Algo-Trading.

Meilensteine im Aktienhandel		Abbildung 1
1980er	Electronic Trading: Einführung von elektronischen Handelssystemen, konsolidierten Handelsdaten und Order Handling Rules > Beginn der Ablösung des klassischen Börsenparketts	
1987	Börsencrash: Ursache Programmhandel (Brady Report)	
1990er	Decimalization: Minimum Tick size, Handel in der xten Kommastelle Technologie: Leistungssprünge in allen Bereichen: Netzwerke (Kommunikation), Prozesse (Software) und Prozessoren sowie Kapazitäten (Hardware) Standards: Einheitliche Datenkommunikation über Fix Protocol Effizienz: Hochtechnologie lässt Transaktionskosten stark sinken Ausweitung der Handelszeiten > Beginn des rapiden Aufschwungs von Algo-Trading	
1999	Regulation: US, Reg NMS und 2007 EU, MifID: > Beginn der Fragmentierung von Märkten und Liquidität durch Öffnung der Märkte für alternative Handelsplattformen	
2010	Flash Crash in den USA	Eigene Darstellung

Das Trading Desk eines Händlers gleicht einer Kommandobrücke, auf der er eine Vielzahl von Handelsplätzen ansteuern kann. Man blickt auf mehrere Bildschirme. Sein Cockpit ist mit vielen Features, Tools und Funktionalitäten ausgestattet, die ihn bei immer komplexeren Handelsentscheidungen unterstützen. Trading Desks steuern so global Liquidität 24 Stunden und übernehmen das Ruder aus der vorherigen Handelszone. Ziel ist es, den „Market Impact“ auf den Ausführungspreis einer Order klein zu halten.

IR Impact und Algo Kontroverse

Doch plötzliche starke Kursbewegungen in scheinbar hoch entwickelten Kapitalmärkten treten auf. Im Mai 2010 verzeichnete der Leitindex Dow Jones in Sekunden den höchsten Tagesverlust der Geschichte, einen so genannten Flash Crash. Ein 104seitiges Papier der Aufsichtsbehörde SEC versucht das Phänomen zu analysieren. Ineffizienzen oder der Aufstand der Maschinen? ... und mittendrin der IR Manager. Trifft hier Luke Skywalker auf Darth Vader? Auf was muss sich der IR-Avatar der Zukunft einstellen?

Kritisch sieht Lord Myners, UK Treasury Minister den Einfluss von Algo-Trading auf das grundsätzliche Konzept der Unternehmensfinanzierung und die Beziehung zwischen Unternehmen und Aktionären:

„I have been increasingly troubled that we seem to find ourselves in a situation in which shares are to be sold rather than being part of an ownership relationship between investor and a company.... The danger is that nobody really seems to think of themselves as owners... I think the fact that people can own shares for nanoseconds seems completely divorced from the concept of a joint stock company and distributed share ownership. The danger is that companies become playthings of speculators”¹

Auch Börsen sehen einen nicht unbedenklichen Einfluss auf die Beziehung zwischen Unternehmen und Investoren. So empfiehlt in einer aktuellen Analyse die Australian Stock Exchange die Aufklärung von Investoren und Emittenten über die neue Welt des Algo-Trading:

“Algorithmic trading is not inherently harmful to market integrity or quality – in fact algorithmic trading plays an important role in developing liquidity. Equally, algorithmic trading is not, by definition, inherently good for market quality and integrity. Significant order flow generated by an algorithm should not be considered as synonymous with ‘liquidity’, and therefore desirable regardless of its impact.”²

Zu den wichtigsten Punkten im Wandel der IR in 2010 schreibt der amerikanische Investor Relations Verband NIRI:

“We’ve seen a steady fragmentation of the markets, dark pools, high-frequency trading, and so on, all leading to an equally steady decline in the ability of companies to identify their shareholders.”³

Die Vor- und Nachteile von Algo- und High Frequency Trading werden in Politik, Wirtschaft und Wissenschaft selbst unter Handelsprofis kontrovers diskutiert:

Pros: Vorteile gegenüber der „alten Handelswelt“

1. Reduktion der impliziten und expliziten Handelskosten
2. Höhere Liquidität
3. Schnelligkeit der Informationsverarbeitung und Orderumsetzung sowie höhere Kapazität
4. Geringeres Risiko „menschlicher“ Fehler durch hohe Automation

¹ BBC News: Myners’ super-vast shares warning, Nov. 2009.

² Australian Stock Exchange: Algorithmic Trading and Market Access Arrangements, Feb. 2010.

³ IR Magazine: 2009 in a nutshell, Jan 2010.

Cons: Mögliche negative Einflüsse auf die Marktintegrität und Qualität

1. Fairness: Technologische Arbitrage benachteiligt Marktteilnehmer ohne Zugang zu algorithmischem Trading (Schnelligkeit der Anbindung, Echtzeit-Informationen und Verfügbarkeit von Hochtechnologie)⁴
2. Spekulativ: Fördert eher exzessive Spekulationen, denn Investitionen und Volatilität⁵
3. Einfluss auf Investorenvertrauen: Reduktion der Orderbuchtiefe durch Algo-Trading ist kritisch für große Orders von Investoren⁶
“These algorithms are designed to add and remove liquidity from the market, though they can sometimes flood the market with orders that far exceed a stock’s normal value. When this happens, firms that use computer trading algorithms can incur major losses, Schapiro said. She added that algorithms that have gone out of control can also cause major disruptions to trading that can hurt the stability of markets and rattle investor confidence”⁷
4. Potenzielle Mikro- und Makro-Marktmanipulation auf Preise / Kapitalkosten⁸

Liquidität in Handelssälen der neuen Generation

Licht und Schatten auf neuen Handelsplätzen

Für die Beurteilung der Liquiditätslage von Emittenten, müssen die Größe des Emittenten und die Aktivität in Orderbüchern sowie die Handelstransparenz auf verschiedenen Marktplätzen betrachtet werden. Hier hat sich der Handel seit Umsetzung der MiFID und neuen technologischen Möglichkeiten fundamental verändert.

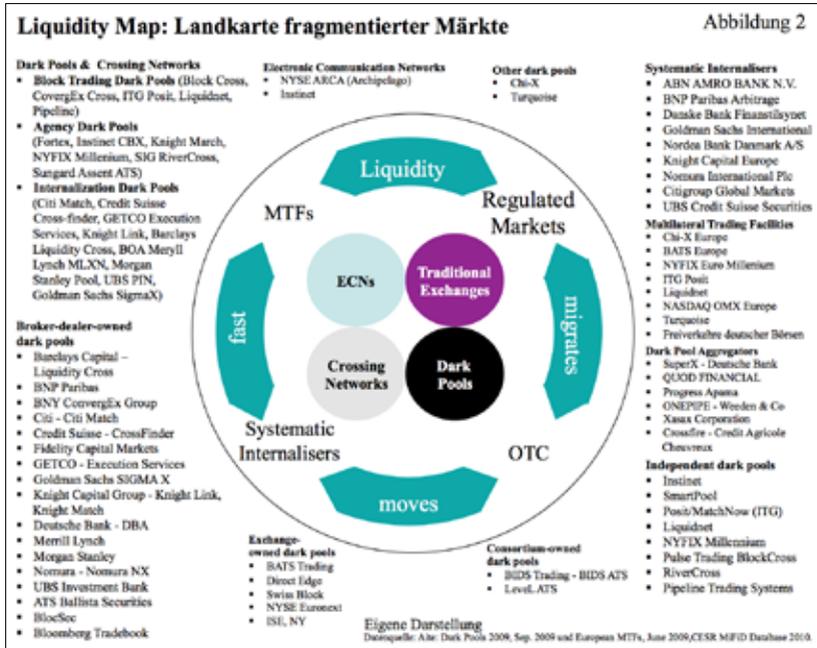
Mit der Implementierung der MiFID in 2007 entwickelte sich eine Vielzahl neuer Handelsplätze, die mit traditionellen Börsen um Liquidität mit dem Ziel günstiger Transaktionskosten werben. Ergebnis ist (wie in den USA nach Umsetzung von Reg NMS) eine fragmentierte Marktstruktur bzw. Liquidität. Neben dem außerbörslichen OTC (Over the counter) Markt klassifiziert die MiFID drei Handelsplätze. So existieren allein in der EU 92 „Regulated Markets“ i.d.R. traditionelle Börsen, 138 „MTFs (Multilateral Trading Facilities)“ und 12 „systematische Internalisierer“.⁹

Ein MTF ist eine Handelsplattform, die eine börsenähnliche Infrastruktur anbietet und nach festgelegten Regeln Kauf- und Verkaufsaufträge in Aktien zusammenführt. Es kann von einem Wertpapierdienstleister betrieben werden. MTFs unterliegen geringeren

⁴ HPCwire: Is Supercomputing cheating the small investor?, July 2009 und Themis Trading LLC White Paper: Toxic Equity Trading Order Flow on Wall Street, 2008.

⁵ Reuters: EU Commission targets high frequency stock trades, Oct. 2010 und ModernIR: What should your CFO say about High Frequency Trading, Oct. 2010.

⁶ Does Algorithmic Trading Improve Liquidity? Terrence Hendershott, Charles M. Jones and Albert J. Menkveld und bwf: Microstructural issues of European equity markets, April 2010.



Anforderungen als der regulierte Markt der Börsen, z.B. bei der Zulassung von Finanzinstrumenten. So erfolgt die Einbeziehung von Aktien in den Handel ohne Einwilligung der Emittenten und hat keine Zulassungsfolgepflichten zur Folge. Dagegen bieten systematische Internalisierer bilaterale Orderausführung im außerbörslichen Bereich. Sie werden auch als „Inhouse Börsen“ bezeichnet, da sie Marktzugangsintermediäre sind und eigentlich zwischen Investoren und der börslichen Infrastruktur stehen. Z.B. können so Großbanken und Wertpapierdienstleister Aufträge ihrer Kunden zum Kauf bzw. Verkauf von Aktien gegenseitig oder gegen ihren eigenen Bestand ausführen. Dabei sind sie ständig verpflichtet Transparenz durch Quotes für Ankaufs- und Verkaufspreise herzustellen. In der Kategorie der alternativen Handelsplattformen gibt es verschiedene Ausprägungen, die häufig auch synonym genannt werden. Als ECN kurz für Electronic Communication Networks, werden elektronische Handelsplattformen bezeichnet, die automatisch Kauf- und Verkauf-Order zusammenführen. Dark Pools sind börsenähnliche Handelsplätze, die insbesondere für größere Orders Liquidität –Dark Liquidity– bringen, ohne diese in Orderbüchern offen zu legen. Auch Crossing Networks zählen zu den alternativen Handelssystemen. Insbesondere Großorders werden hier preisschonend anonym in einer Black

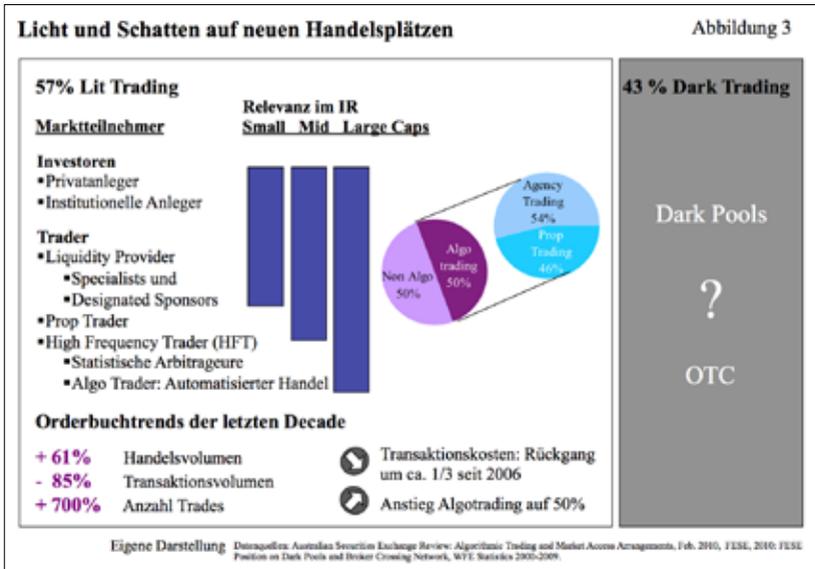
⁷ Dow Jones Newswires: SEC's Schapiro Hints at New Controls for Trading Algorithms, 2010.

⁸ Australian Stock Exchange: Algorithmic Trading and Market Access Arrangements, Feb. 2010, High Frequency Trading Review: Debunking Six Myths of HFT, June 2010.

⁹ CESR: MiFID Databases 2010.

Box zusammengeführt, statt sie sichtbar über eine Börse abzuwickeln. Interessen während bleibt man im anonymen Dark Room. Dabei herrscht in Deutschland z.B. im Gegensatz zu Frankreich kein Börsenzwang sog. „Concentration Rule“ für Orders. Dies erlaubt hierzulande die Orderausführung explizit auch außerbörslich auf den genannten Alternativen.

Wie verteilt sich nun die Liquidität in den europäischen Aktienmärkten auf bewährte und neue Handelsplätze? So werden nach Daten der FESE und CESR an traditionellen Börsen (regulated Markets) lediglich 50% gehandelt. 38% OTC sowie 10% auf sog. MTFs und 2% andere.¹⁰ Ferner schätzt man im Hinblick auf die Handelstransparenz, dass ca. 57% des Handelsvolumens in 2009 „Lit“ Trading auf traditionellen Börsen und MTF's und 43% sog. „Dark“ Trading (Dark Pools und OTC) darstellt. Die Trends im „Lit Trading“ sind klar und weiter intakt. Immer höhere Handelsvolumina, sinkende Transaktionskosten und eine stark gestiegene Anzahl von Handelsabschlüssen bei zugleich gesunkenen durchschnittlichen Ordergrößen. So beträgt heute die durchschnittliche Größe einer Order bzw. eines Trades unter 10.000 US-Dollar verglichen mit über 40.000 US-Dollar vor zehn Jahren.¹¹ Ursachen dafür sind die MiFID, Ausweitung der Handelszeiten, neue Technologien und Algo-Trading. Diese Trends in Verbindung mit der Möglichkeit des Handels in Dark Trading werden in der Fachwelt kritisch betrachtet im Hinblick auf die Preisfindungseffizienz an den eigentlichen Referenzmärkten (Heimatmarkt des Listings eines Unternehmens).



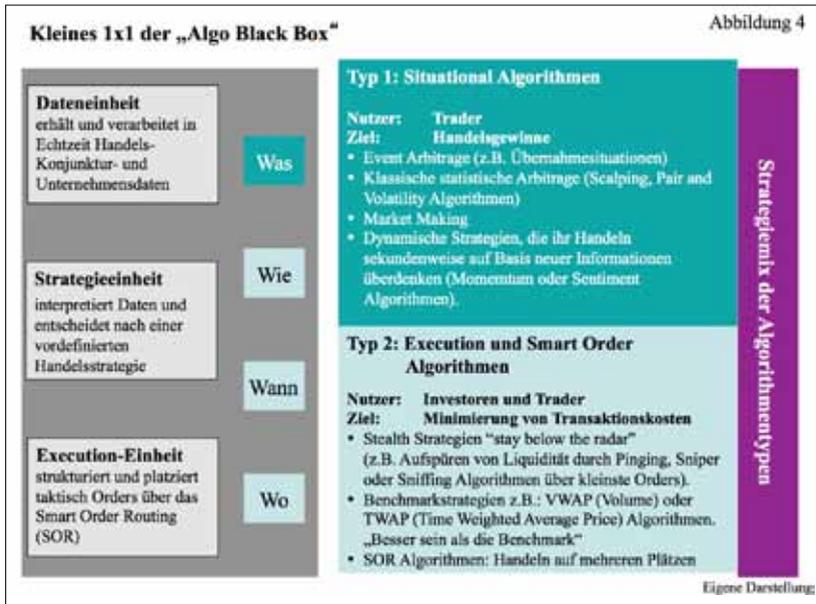
¹⁰ FESE, 2010: FESE Position on Dark Pools and Broker Crossing Network.

¹¹ WFE: 10 Years in Review 2000-2009.

“Trading large block orders is increasingly difficult because the visible markets really don’t support price discovery anymore. The prices that are discovered are all ‘at the margin’ in tiny quantities that don’t represent anything like the full market supply and demand. Large block orders take place away from the visible markets even though they often rely upon reference prices from those markets. The result is that supply and demand from block orders neither interacts with nor contributes to the price discovery process”.¹²

Autopiloten mit High Speed im Hochfrequenzhandel

Die Gemengelage im zentralen Orderbuch einer Börse insbesondere eines Large Caps ist sehr heterogen und von unterschiedlichen Verhalten geprägt. Neben Investoren und Liquiditätsspendern sind mit steigender Bedeutung High Frequency- oder Algo-Trader (häufig synonym verwendet) im selben Orderbuch. Sie nutzen statistisches Know how, quantitative Modelle und neuronale Netzwerke. Auch Robo Trader genannt, handeln solche Programme hoch automatisiert sozusagen per Autopilot mit Algorithmen, die über Kauf und Verkauf entscheiden. Zugrunde liegende Strategien sind geheim und komplex. Klar, denn man will mit dem Know how Geld verdienen. Abbildung 4 gibt einen Einblick in die Black Box eines Algo-Traders.



¹² The Trade news: 2000-2009: The decade of electronic trading.

Eingebettet in die üblichen internen Systeme wie Order und Risk Management, Compliance und das Back Office beantwortet die Algo Maschine vier wesentliche Fragen für eines Trade: Was wird gehandelt, wie wird die Order strukturiert, wann wird sie übermittelt und wo wird sie platziert?

Dabei werden grundsätzlich zwei Typen von Algorithmen (Algos) verwendet: Typ 1 entscheidet was gehandelt wird. Solche Situational Algos werden fast ausschließlich von Tradern genutzt, um z.B. über Arbitrage reine Handelsgewinne zu erzielen. Sie werden versorgt mit maschinenlesbaren Informationen und News, die von Informationsanbietern speziell für die in der Dateneinheit verwendeten Algorithmen angeboten werden. Im sog. Event Stream Processing wird jede Neuigkeit mit damit zusammenhängenden Sektoren und Unternehmen gekennzeichnet. So können Algo Maschinen automatisch analysieren und entscheiden.

Dagegen basiert Typ 2 auf der Investitionsentscheidung eines Investors unter Beachtung minimaler Handelskosten und beinhaltet deshalb auch Execution oder Smart Order Algorithmen. Diese Algorithmen werden von Investoren und Tradern genutzt, von Letzteren auch um im Kombination mit dem Typ 1 Algorithmus die beste Orderausführung zu erzielen. Dabei haben einerseits Preisvorstellung, Ordergröße und -typ und andererseits die Marktkapitalisierung, Liquidität, Volatilität und Industriegruppenklassifizierung einer Aktie Einfluss auf die individuelle Feinjustierung des Execution Algorithmus.¹³ Algorithmen werden deshalb immer wieder neu und kundenspezifisch kalibriert.

Wie erkennt man nun einen Algo-Trader? Eine Abgrenzung fällt schwer, aber in Reinform hat das Profil des Algo- oder High Frequency Traders (HFT) folgende Kennzeichen:

- Algorithmen sind auf Handelsstrategien innerhalb eines Tages „intraday“ ausgelegt. > am Ende des Tages sind Positionen wieder glatt gestellt
- Hoch frequenter schneller Handel, mit kleinsten Ordergrößen und kleinen Positionen. > dies ermöglicht dem Algo-Trader trotz und mit relativ kleiner Kapitalausstattung aktiv zu sein
- Hoher Handelsumschlag „velocity“ generiert höchste Volumina > Motivation ist eine Vielzahl kleinster Handelsgewinne

¹³ TATA Consultancy Services: Algorithmic Trading: Pros and Cons, 2007.

¹⁴ Advances Trading: Breaking it down: An Overview of High Frequency Trading, Oct. 2009.

¹⁵ Reuters: "Quote stuffing" a focus in flash crash probe, Sep. 2010.

Algo-Trader tendieren deshalb selbst als Eigenhändler (Propriety Desk) tätig zu sein, ohne den Einsatz von Investorengeldern. Kleine Handelsboutiquen generieren so oft mehr Handelsvolumen als etablierte Investmentbanken. Größere Eigenhändler sind Optiver und Flow Traders. Schätzungen der TABB Group gehen von einem Marktanteil der Eigenhändler im Hochfrequenzhandel von 46 % aus.¹⁴

c=299 792,458 Kilometer pro Sekunde

Algo- oder High Frequency Trader generieren über kleine Orders mit sehr hoher Frequenz Trades (Handelsabschlüsse) mit enormen Tagesvolumina. Man nennt diese Handelstaktik auch „Quote Stuffing“ in dem Maschinen mehrfach über „Rapid-Fire Orders“ auf der Kauf- oder Verkaufseite innerhalb der Sekunde aufgeben und zugleich bei Nichtausführung streichen.¹⁵ Algo-Trading ist z.B. an der CME verantwortlich für 74 % des sog. Message Traffic und erfordert Systeme, die diese Quote- und Orderlast auch bewältigen können.¹⁶ Deutlich wird dies auch im Verhältnis von Orders und Trades in Europa und Nordamerika von durchschnittlich 100 zu 1.¹⁷ So werden von einem Hochfrequenzhändler über 40 Millionen Aktien an einem Tag gehandelt und Gewinnmöglichkeiten genutzt, die in Bruchteilen einer Sekunde bestehen.¹⁸ Dabei sind Schnelligkeit der Informationsbeschaffung, Datenverarbeitung und Orderübermittlung das A und O. Der Grund ist klar, denn Orders werden nach zwei Dimensionen, der Preis- (anhand Best Bid and Ask) und Zeitpriorität (nach Eingang der Order) zu einem Trade zusammengeführt. Zudem sind Aktienmärkte die sich vergleichsweise am schnellsten bewegenden Märkte.¹⁹ Der Schnellere ist der Sieger. Es wird aufgerüstet im Wettbewerb um die Nanosekunde und mit Lichtgeschwindigkeit (c) per Glasfaserkabel gehandelt. Ein Algo Service Provider hat sich sogar den Namen „Lightspeed Trading“ gegeben. Um physikalisch noch schneller zu sein (Physical Proximity), stellen Algo-Trader ihre Hardware direkt neben die der Börse. Hier zeigt sich auch wie wichtig Geschwindigkeit im Aktienhandel scheinbar ist. Über diese Co-Location Modelle entstehen Handelssäle der neuen Generation.

¹⁴ CME Group: Q3 Algo-Trading Update, October 2010.

¹⁷ Australian Securities Exchange Review: Algorithmic Trading and Market Access Arrangements, February 2010

¹⁸ CBSNEWS: How Speed Traders are changing Wall Street: October 2010.

¹⁹ Wall Street Technology: The Low latency Imperative: How fast is fast enough?, June 2010.

2. Migration eines „Investor Markets“ zu einem „Trading Market“ ?

Neue und alte Ansprechpartner der IR

Algo-Trading ist heute zu einem Mainstream im Kapitalmarkt geworden und in den Broker Services nicht mehr wegzudenken. Ihr Marktanteil wird im Aktienhandel der USA auf 70 % geschätzt.²⁰ Weltweit gibt es ca. 60 Anbieter. In Folge wurde die Beziehung zwischen Investoren und Händlern immer unpersönlicher und distanzierter. Wer bietet nun solche Services für Investoren an und wer handelt über Algorithmen auf eigene Rechnung (Principal/Propriety)? Man nennt sie auch: Sell Side firms wie Market Maker, Broker Dealer oder Specialists, die Trading Services als Agenten anbieten und Buy side firms (Institutionelle Investoren und Privatanleger). Ursprünglich als Weiterentwicklung des Programmhandels und neues Produkt der Sell side für Investoren gedacht, gewinnt Algo-Trading auch auf der Buy side zur Minimierung der Handelskosten an Bedeutung.

Bekannte Namen aber auch Neulinge sind darunter. Teilweise sogar Lieferanten und Kunden der IR: Bank of America, Capital Institutional Services, Citadel, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Easybroker, EdgeTrade, Goldman Sachs, Instinet, ITG, JPMorgan, Jefferies & Co., Lime Brokerage, Miletus Trading, Morgan Stanley, NeoNet, Piper Jaffray, Sanford C. Bernstein, Schonfeld Securities, Susquehanna Investment Group, TradeTrek Securities, Tradeworx, UBS und Weeden & Co.²¹ Dabei scheint die Positionierung und Interessenlage (Agency vs. Principal) der Häuser für Investoren wichtig zu sein.²² Damit gewinnt neben dem guten Draht zum Designated Sponsor der Kontakt zu diesen Institutionen für die IR an Bedeutung. Eine Liste mit detaillierten Angaben einzelner Algo-Trader findet man unter: <http://advancedtrading.thewallstreetwiki.com/directories>. Abbildung 2 zeigt auch die verschiedenen Produkte bekannter Häuser.

Der Trend: Während das Handelsvolumen stark anstieg, fiel der Anteil klassischer langfristig agierender Investoren im Handel. So stieg nach Daten der Ipreo in den letzten drei Jahren das Volumen von Large Caps um +80 % (Mid Caps +45 % und Small Caps +5 %). Der Anteil an Investoren im Handel sank jedoch um -28 % (Mid Caps -21 % und Small Caps -8 %).²³ Diese Entwicklung stärkt die IR und ihre Bedeutung bei der Pflege und Akquise von Investoren.

²⁰ Advances Trading: Breaking it down: An Overview of High Frequency Trading, Oct. 2009.

²¹ Investmentseek.com: Algo-Trading firms und Institutional investor: TopEquity Trading firms.

²² TATA Consultancy Services: Algorithmic Trading: Pros and Cons, 2007: Some of the bias issues and concerns of buy-side are addressed by agency brokers. Firms that run on a strict agency basis-such as Instinet, EdgeTrade, NYFIX,

Heimvorteil Privatanleger

Privatanleger mit der Tendenz eher im Heimatmarkt zu investieren sog. „Home Bias“ sind eine wichtige Investorengruppe und eine häufig unterschätzte Investorenbasis im Inland. Was sind die Gründe dafür? Wie auch jüngste Umfragen²⁴ ergeben, ist die Kenntnis der Anleger über Unternehmen und das Vertrauen in diese in ihrem Heimatland größer. Zudem schätzten sie das damit korrespondierende Risiko niedriger ein als bei ausländischen Investments. Sie tendieren also eher dazu in heimische Unternehmen zu investieren. Privatanleger sorgen zudem über die Riester Rente für stetige Mittelzuflüsse und speisen als letztendliche Endinvestoren Aktien- und Mischfonds.²⁵ Wie Abbildung 5, zeigt unterscheidet sich ihr typisches Profil wesentlich von den institutionellen Investoren, weshalb sie gerade für kleinere und mittelgroße Unternehmen von besonderer Bedeutung sind. Die Zahl der direkten Aktionäre steigt seit 3 Jahren wieder. Sie sind unabhängig und frei von Fristen und Rechenschaftspflichten. Insgesamt kann man feststellen: Je höher der Ausbildungsgrad, die berufliche Position und das Einkommen, desto stärker investieren Deutsche in Aktien.



and ITG-believe that one of the main attractions of their businesses is that their nonproprietary stance means algorithms serve the customer alone.

²³ IR Magazine; The growth and impact of high-frequency trading. Nov 2009.

²⁴ GfK, Schroders Studie: Trotz besseren Wissens meiden Anleger internationale Aktien, 2010.

²⁵ DAI: Kurzstudie 2/2010, Aktienanlage: Soziale Schere öffnet sich.

Vom Buy and Hold bis zum Heavy Trading im Home Office

Nach Verhalten und Anlagehorizont lassen sich im Wesentlichen drei relevante Gruppen bei der Investorenansprache im IR unterscheiden.

„Heavy Trader“ sind die Jäger unter den Privatanlegern. Sie sind sehr handelsaffin, transaktionskosten- und preissensitiv. Sie agieren oft auf Basis von charttechnischen Kauf- und Verkaufsignalen. Für ihre tägliche Handelsaktivität nutzen sie Online Broker sowie Echtzeitdaten. Ihre Zahl wird auf über 1.000 Privatpersonen in Deutschland geschätzt. Obwohl ein Investment in ein Unternehmen Gegenstand der Aktivität ist, handeln sie oft in Derivaten als flexibler Ersatz für direkte Aktieninvestments. So stehen allein für die Aktie der Allianz über 7.800 Anlage- und Hebelprodukte zur Verfügung. Über das Jahr hinaus werden beträchtliche Volumina gehandelt.

„Profis“ nutzen zur Analyse die Charttechnik und fundamentale Faktoren. Im Vordergrund steht hier das Investment in die Aktie, aber auch in Aktienkörbe wie Indexfonds. Als fundamentale Kennzahl wird das klassische KGV genutzt, um Unterbewertungen bzw. Wertsteigerungspotentiale auszumachen. Man nutzt das private Umfeld und Internetforen zum Meinungsaustausch, setzt Stopp loss Techniken ein und investiert kurz- bis mittelfristig.

„Fortgeschrittene“ haben bereits erste Erfahrungen mit der Aktienanlage. Sie dient hier der Depotbeimischung und Diversifizierung. Man ist weniger preissensitiv, eher fundamental orientiert und nutzt die eigene Meinung, teilweise mit beruflichem Hintergrund als Ingenieur/Techniker über das Produkt oder die Marke. Sie suchen die professionelle Beratung und sind interessiert am Börsengeschehen. Ihr Anlagehorizont ist mittel- bis langfristig.

Algo-Demokratie im Aktienhandel

Jüngst wird auch Privatanlegern Handelstechnologie über Intermediäre angeboten. Neue Intermediäre und Services wie Ayondo, Metatrader4 und Online Broker erkennen das Potential im „Powertrading“ auch bei handelsaffinen Privatanlegern und bieten Handelsapplikationen an, die dem Algo-Trading ähneln. Ihre Softwaretools nennen sich z.B. Ninja Trader, Trade Maven, Profitrader, Activetrader oder Strategyrunner.

Online-Handelsplattformen wie z.B. marketindex oder HTX Vitrade bieten 24 Stunden Handel börslich und außerbörslich mit Handelsdaten in Echtzeit, flexible Ordergrößen ab 1 Euro, spezielle Ordertypen: wie Iceberg-, Trailing Stop- oder Clicktrade Orders, räumen Handelslinien ein und das „blitzschnell“. Natürlich auch mobil über Apps. Sino schnürt sogar ein „Heavy Trader Package“. Handelsspezifisch haben die Algo-Trader mit Privatanlegern eines gemeinsam. Sie handeln kleine Positionen. Deshalb ist heute der Orderflow für IR-Officer schwer analysierbar, da eine Order eines Institutionellen kaum zu unterscheiden ist von der eines Retail Investors.

Buntes Spektrum institutioneller Investoren

Institutionelle Investoren handeln nach einer Vielzahl von Anlagestrategien und – stilen sowie Sonderthemen wie Sustainability. Sie zu systematisieren fällt schwer zumal sich auch mehrere Anlagekriterien überlagern. Der Investorenkompass für Emittenten zeigt die Volumina, wesentliche Herkunft und gibt Orientierung über Investorentypen.

Publikumsfonds und Pensionsfonds

Sie sind eine Gruppe von großen Instituten mit breitem Anlagespektrum und Zugriff auf weltweite Branchenexpertise. Häufig existieren Mindest-Freefloat Kriterien von 500 Mio bis 1 Mrd € bei einer Anzahl von durchschnittlich ca. 100 Aktien pro Fonds. Sie zählen zu den Long only Investoren und können bis zu Mio 300–500 € pro Wert investieren. Im Wesentlichen sind dies in:

- Deutschland: Allianz Global Investors, Deka, DWS, Union
- UK: AXA, Alliance Bernstein, Blackrock, Capital Group, Fortis, Gartmore, Henderson, Schroders, Threadneedle.
- US: American Heritage Management, Calpers, Canada Pension Plan, Fidelity, Franklin Mutual, Putnam, Pioneer, Janus, Oppenheimer Funds, TIAA-CREF, Templeton, Wellington, Wyser-Pratte.

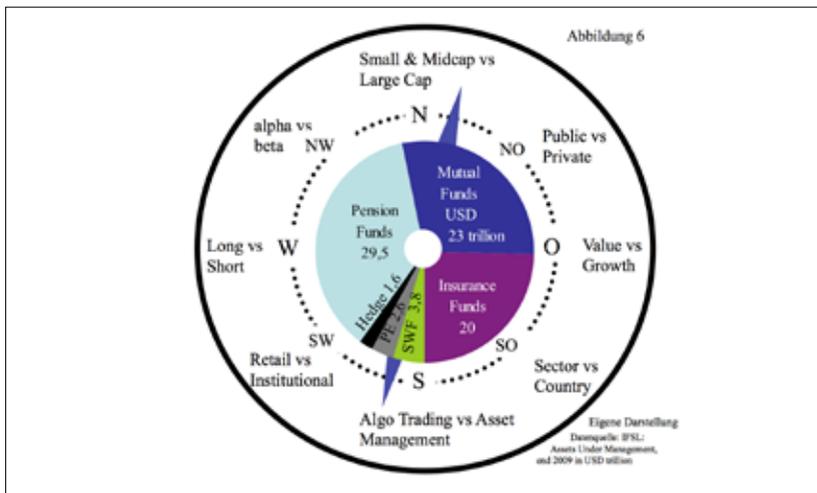
Zu dieser Gruppe zählen auch Small Cap Investoren, die sich in mittelständische Unternehmen engagieren und oft Wachstumsstories bevorzugen.

- Deutschland: Berenberg, DJE Jens Erhardt, Frankfurt Trust, Fortis, Lazard, Lupus Alpha, Metzler, Oppenheim, UBS.

Sovereign Wealth Funds (SWF)

SWF existieren schon lange, ihre Bedeutung für die IR steigt zunehmend. Insgesamt sind US-Dollar 3,8 trillion in Aktien investiert.²⁶ Sie gehen strategische Beteiligungen (ca. 2/3 sind Minderheitsbeteiligungen) mit Interesse an einer Einflussnahme oder Beteiligungen mit rein finanziellem Interesse ein. Im Markt werden SWF auch als Ankerinvestoren genannt. Ihr Anlagehorizont ist langfristig.

- EU: Government Pension Fund Norway, National Welfare Fund Russia.
- Middle East: ADIA Abu Dhabi; SAMA Foreign Holdings, KIA Kuwait, Qatar Holding.
- Asia: SAFE Investment Company, CIC China, National Social Security Fund China, GIC Singapore, Temasek.



Hedge Fonds

Sie investieren auch in Small und Mid Caps und suchen das sog. Alpha. Hedge Fonds sind flexibler und oft nicht Benchmark (Beta) bezogen. Die TOP 100 Hedge Fonds verwalten ca. 70 % des Volumens von weltweit USD 1,700 bn. Sie können bis Mio 300–500 € investieren, werden hauptsächlich aus den USA (68 % in New York und Boston), Europa (23 % in London) und Asien gemanaged und sind u.a. in Cayman Islands, Delaware, British Virgin Islands zu Hause.²⁷ Ihr Investmentansatz ist oft „Wert orientiert“ mit einer Long/short Strategie in Aktien. Hedge Fonds sind auch zu einer wichtigen Investorengruppe bei Börsengängen geworden. Quelle der Hedge Fonds sind

²⁶ IFSL Research: Sovereign Wealth Funds 2010

²⁷ IFSL Research: Hedge Funds 2010.

wiederum Pensionsfonds, Family Offices und Asset Manager.

Im Wesentlichen sind dies in:

- UK: Citadel, JP Morgan, Meditor, Man AHL, Moore Capital Management, Och-Ziff, TT International
- US: ETON PARK, 3G Capital, Perry Capital, Paulson

Weitere Investorengruppen sind Versicherungen, Vermögensverwalter, Private Wealth, Private Equity und Family Offices, Sektor- und Länderinvestoren und Asset Manager, wie z.B.: UBS, Credit Suisse, Barclays, DAM, Lombard Odier, Pictet, CDC Gestion. Fast alle großen Börsen in Europa bieten exklusiv für ihre gelisteten Unternehmen Investorendatenbanken, die eine weitere individuelle Suche erlauben.

3. Größe der Emittenten bestimmt Liquiditätsniveau

In den vergangenen 10 Jahren ist die Marktkapitalisierung aller Unternehmen weltweit um 33 % gestiegen. Zugleich sind 41 % mehr Unternehmen gelistet. Dabei gewinnt der asiatische Primärmarkt zunehmend an Bedeutung. Gegenüber Europa mit 28 % und Amerika mit 41 % verdoppelte sich fast der Marktanteil an der Marktkapitalisierung auf 31 %. Es debütieren Large Caps, große Unternehmen aus Privatisierungen, die viel Kapital anziehen. Der Wettbewerb um Kapital steigt. Dies zeigt sich auch im Handelsvolumen, wonach sich der Marktanteil des asiatischen Raums mehr als verdoppelte hat auf 23 % zu Lasten Europas 16 % und Amerikas 61 %.²⁸ Dabei kann man beobachten, dass mit der Größe des Emittenten nicht nur das Interesse der Investoren, sondern insbesondere das der handelsorientierten Teilnehmer steigt.

Large Caps: Lieblinge aller Orderbücher

Sie sind die Blue Chips und vereinen den überwiegenden Großteil des an den Börsen getätigten Orderbuchumsatzes.²⁹ So konzentrierten z.B. 30 DAX Unternehmen, die 86 % der Free Float Marktkapitalisierung auf sich vereinen, ca. 85 % des Orderbuchumsatzes in 160 Werten der Auswahlindizes an deutschen Börsen. Mit dieser hohen Liquidität sind sie für bestimmte Handelsteilnehmer, Investoren und Handelsplätze von besonderer Attraktivität. Sie werden gleichzeitig ohne Zutun des Emittenten auf mehreren Handelsplätzen gehandelt. Auf weniger regulierten Handelsplätzen den MTFs wie Chi-X Europe und Bats Europe können diese Unternehmen fast 100 % des Handelsvolumens ausmachen. Analysen über Orderbücher zeigen, dass MTFs stetig an Volumen gewonnen haben, für Börsen als bisherige Referenzmärkte zu bedeutenden Wettbewerben geworden

²⁸ WFE: 10 Years in Review 2000-2009.

²⁹ WFE: Annual Report and statistics 2009 und Deutsche Börse: Monatsstatistiken 2010 Kassamarkt.

sind und teilweise einen nennenswerten Anteil des Handelsvolumens dieser Werte auf sich vereinen. So ergibt sich aus der Statistik der FESE 2010, dass z.B. Chi-X ytd zu den TOP 3 Handelsplätzen nach Volumen und Anzahl der Trades zählt.

Während sich das MTF-Volumen nur schwer einzelnen Marktteilnehmern transparent zuordnen lässt, teilen sich das an Börsen getätigte Volumen obige Investorengruppen, Eigenhändler von Banken und mit zunehmender Bedeutung insbesondere Algo-Trader. Deren Marktanteil steigt stetig und wird von Marktteilnehmern an verschiedenen Börsen zwischen 40 % und 60 %, in USA auf 73 %³⁰ und im DAX auf 50 %³¹ geschätzt.

Im Vergleich zu Investoren, die neben Liquidität in einer Aktie, insbesondere auf eine attraktive Equity Story und Unternehmenstransparenz achten, um Wertzuwächse zu erzielen, sind Algo-Trader auf der stetigen Suche nach Arbitrage-Möglichkeiten durch Volatilität und externe Effekte und das hoch automatisiert. Auch als Quants bezeichnet, setzen sie ausgefeilte mathematische Handelsmodelle (Algorithmen) und schnellste Börsenanbindungen ein und profitieren von speziellen Preismodellen. Das erlaubt ihnen geringste Arbitrage-Möglichkeiten im Handel, um die vierte Kommastelle selbst über kleinteiligste Orders gewinnbringend auszunutzen. Jedoch benötigt ihre Arbitrage im Handel hohe Liquidität und systembedingt Investorenaktivität. Denn Quants ersetzen nicht die Investitionsentscheidung eines Portfoliomanagers. Das durch Algo-Trading mit generierte „technische“ Handelsvolumen ist auch ein Kriterium für die Aufnahme in die Auswahlindizes, weshalb dies für Emittenten von steigender Bedeutung ist.

Konzentration der Schlüsselinvestoren bei Mid Caps

Aus Sicht der Investoren und Handelsteilnehmern zählen zu den Mid Caps i.d.R. Werte im MDAX, TecDAX, SDAX und größere Unternehmen im Regulierten Markt. Eine immer wieder geforderte Mindestgröße an die Marktkapitalisierung für Investoren wird im Primärmarkt genannt und resultiert aus Erfahrung und dem Bedarf der Investoren nach einem liquiden IPO-Aftermarket. Hier werden für den typischen IPO eines Mittelständlers 100 Mio. € Emissionsvolumen gefordert, was eine Mindestmarktkapitalisierung von 400 Mio. € bei 25 % Freefloat bedeutet. Bei Mid Caps entscheiden oft 20 institutionelle Schlüsselinvestoren über den Erfolg eines Börsengangs. Die Ansprechpartner dafür sinken jedoch durch Konzentrationstendenzen in Deutschland stetig. Dies verdeutlichen auch typische Allokationsbandbreiten jüngster Mid Cap-IPOs, z.B.: 10–20 % Deutschland, 25–50 % UK, 20–35 % US und max. 10–20 % Privatanleger. Auch das Interesse von sog. Beta-Investoren nimmt mit fallender Marktkapitalisierung bzw. Zugehörigkeit in Auswahlindizes unterhalb des DAX ab.

³⁰ Hendershott/ Jones/ Menkveld: Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?

³¹ Hendershott / Riordan, Working Paper: Algorithmic Trading and Information, Sep. 2009.

Losgrößendilemma bei vielen Small Caps

Für Small Caps erlangt dagegen der Equity Home Bias im deutschsprachigen Raum größere Bedeutung. Spezialisierte Small Cap Investoren, Vermögensverwalter und Privatanleger sind wichtige Adressen, um auch später im Orderbuch Liquidität zu erhalten. Hier sollte das Emissionsvolumen bei mind. 30 Mio. €, eher 50 Mio. €, liegen. Doch woran liegt das? Es leitet sich aus der Losgrößenproblematik und daraus korrespondierenden Erfordernissen der institutionellen Investoren ab. Hier sind einerseits max. Beteiligungsgrenzen einzuhalten, die andererseits aber auch zu einem geringeren tatsächlichen Streubesitz und einem besonderen Liquiditätserfordernis führen. Es besteht ein höheres Liquiditätsrisiko weshalb Small Cap Investoren oft einen längerfristigeren Horizont einkalkulieren. Zudem verursachen im Hinblick auf die Wirtschaftlichkeit des Investments die fortlaufende Überwachung und Meldepflichten für einen relativ größeren Verwaltungsaufwand bei Investoren. Deshalb sind oft Privatanleger, die diese Rahmendaten nicht beachten müssen, häufig „buyer of last resort“. Algo-Trader sind dagegen derzeit kaum im Orderbuch vertreten. Denn bei größeren Orders in Small Caps sind stärker die Intuition des Menschen im Handel gefordert, die über mathematische Modelle (noch) nicht abgebildet werden kann. Doch selbst mit kleiner Marktkapitalisierung können Small Caps etwas für die Verbesserung ihrer Liquidität unternehmen. Isolierte Einzelaktionen sind erfahrungsgemäß wenig effektiv. Vielmehr hilft ein integriertes stimmiges Liquiditätskonzept, das wie in Abbildung 7 verschiedene Stellschrauben analysiert, diskutiert und individuelle Empfehlungen aus einem Mix an Aktionen ableitet.



Fragenkomplexe sind:

1. Welchen Liquiditätsstatus hat meine Aktie im Orderbuch und auf welchen Handelsplatz kann Liquidität konzentriert werden?
 2. Habe ich den richtigen Liquiditätsspender ausgewählt?
 3. Wo werden meine Aktien gehandelt und welches Handelsmodell ist am Besten geeignet um Liquidität zu konzentrieren?
 4. Welche Marktteilnehmer sind aktiv und wer hält die Aktien langfristig?
 5. Ist der Freefloat groß genug und wenn nicht, wie kann ich ihn erhöhen?
 6. Habe ich ausreichend geeignete Nachrichten gemäß dem Motto „Market move by News“ und wie kann ich „News Flow“ ggf. sinnvoll erhöhen?
 7. Komme ich regelmäßig in Kontakt mit alten und neuen Investoren?
 8. Wie ist meine Präsenz in den Massenmedien?
 9. Existiert eine aktuelle Analysten Studie und wie wird sie distribuiert?
 10. Ist die Equity Story noch aktuell und kommt diese bei Investoren an?
 11. Werden kostenfreie IR Tools von Verband und Börsen z.B. im Investor Targeting genutzt, um die Effizienz im IR zu erhöhen?
 12. Wird das Unternehmen vom Markt in der richtigen Peer Group positioniert und mit den relevanten Unternehmen verglichen?
 13. Passt das ursprünglich gewählte Listing-Segment noch zu meinen Unternehmenszielen und der Kapitalmarktstrategie?
 14. Wie oft haben Marktteilnehmer in der IR Jahresplanung die Möglichkeit Vorstand oder IR zu treffen?
-

Feedback erfahrener High Touch Trader

Wie man Orders von Investoren in weniger liquiden Werten -die keine natürliche Liquidität besitzen und nicht kontinuierlich gehandelt werden- umsetzt, erfordert oft spezielles Wissen erfahrener Händler. Die menschliche Aktion und Intuition ist gefordert, weshalb man sie auch als High Touch Trader bezeichnet. Zunehmender Wettbewerb um Orderströme von Investoren und Algo-Trading (Low Touch Trading) lassen die Margen dieser traditionellen Handelsteilnehmer wie Kursmakler und „Execution Desks“ von Banken stark abschmelzen. Schätzungsweise 50 % der Investorenorders werden über Algo-Trading ausgeführt. Designated Sponsors „entschleunigen“ oft den Nanosekundenhandel durch die menschliche Betreuung. Man nutzt verschiedene Handelsplätze, um die Gegenseite eines Trades zu finden. Algo-Trader beobachtet man mittlerweile nicht nur in Orderbüchern bei Large und Mid Caps sondern auch temporär bei Small Caps. Im Orderbuch orientieren sie sich hoch-frequent mit geringen Volumen und gebrochenen Stückzahlen am Designated Sponsor und reagieren blitzschnell auf Quote-Änderungen. Zum großen Teil repräsentieren sie keine Investorenorders, sondern situational Algorithmen im Eigenhandel und werden als rein technisch induzierter Orderflow bezeichnet. Mit definierten Limits und Volumen „spielen“ diese Maschinen in Orderbüchern von Unternehmen. Eine Befragung der wichtigsten High Touch Trader ergab einen aktuellen Einblick in das Handelsgeschehen. Die wahrgenommenen Auswirkungen von Dark Pools und insbesondere Algo-Trading sind:

- Tendenziell negative Effekte auf die Preisfindung. Algo-Trading wird wenig Preisqualität zugesprochen. Es wirkt Tendenz verstärkend, verzerrend, störend und sind dann schädlich, wenn sie z.B. durch gegenseitiges hoch und runterquotieren Kursbewegungen ohne eine insbesondere für den Emittenten plausible Begründung verursachen.
 - Mehr Volumen bedeutet nicht zugleich mehr Liquidität. Algos stellen keine echte nachhaltige sogar „schlechte“ Liquidität dar. Diese ist nicht belastbar. Sie wirken sich fördernd auf die Volatilität aus.
-

Es sind diese Wahrnehmungen, die mittlerweile Designated Sponsors veranlasst haben ihre Quotemaschinen abzustellen. Sie quotieren wieder per human touch, um Mehrwert durch ihre Handelserfahrung in Verantwortung für den Emittenten zu stiften.

Für die Handelsseite insgesamt empfiehlt Thomas Peterffy, CEO der Interactive Brokers Group, u.a. Emittenten die Handelbarkeit ihrer Aktien an transparenten Marktplätzen:

“You must go on a campaign to convince the end customer, individual or institutional alike, that they are better served by their brokers when their trades are routed to a transparent exchange where the prices are determined by free market forces in open competition, rather than to some hidden, internalized market with no competition.”³²

4. Time to reboot

IR Know how über die Marktstruktur

Die vergangenen 10 Jahre waren ein Quantensprung im elektronischen Aktienhandel und eine Dekade des rasanten Wandels in der Makro- und Mikrostruktur der Kapitalmärkte. Ergebnisse sind fragmentierte Märkte und zersplitterte Liquidität. Der Ort an dem Liquidität sozusagen wie in einer Vertiefung (Pool) zusammenläuft existiert nicht mehr. Bildlich kann man sich –wie das Cover des IR Guides zeigt- eher verschieden große Wassertropfen (Liquiditätspools) vorstellen, die nebeneinander existieren.

Was bedeutet das für die IR? Die aufgezeigten Entwicklungen haben Folgen auf das Verhalten von Investoren und Implikationen für die Investor Relations Arbeit. Die Dimension von Algo-Trading in Orderbüchern weltweit zeigt wie wichtig die genaue Kenntnis der IR über Marktstrukturen in der virtuellen Börsenwelt ist.³³ Man muss Liquidität im Orderbuch nun mit anderen Augen sehen. Aber der Algo-Trader ist für die IR schwer zu fassen, mit geringsten Halteperioden oft nur für Sekunden. Die frühere Regel: „Liquidity is sticky“ ist obsolet geworden. Liquidität bewegt sich schnell und migriert von einer Lokation zu einem anderen Handelsplatz in Nanosekunden. Für Investoren wird

³² General assembly World Federation of Exchanges: Comments of Thomas Peterffy, Oct 2010.

³³ ModernIR: The Truth about Algorithmic Trading, April 2010: How much of this activity is occurring in your own stock? You'd no doubt be surprised, as our clients frequently are. This is why we found that well-informed Investor Relations Officer must know about market structure. It's just essential today.

damit die Liquiditätssuche auch mangels Verfügbarkeit konsolidierter Handelsdaten und begrenzter Transparenz in Europa immer komplexer und teurer. Sie werden durch die Fragmentierung und den Rückgang der durchschnittlichen Transaktionsvolumen gezwungen auch andere weniger transparente Handelsplätze anzusteuern, um größere Orders zum besten Preis auszuführen. Zugleich wird es für die IR immer schwieriger sich ein Gesamtbild von den Stimmungen und Parteien in einem fragmentierten Markt zu machen. Investoren zu identifizieren und Veränderungen der Aktionärsstruktur zeitnah (quasi blitzschnell) nach zu halten, werden zu einer besonderen Herausforderung. Neue Fragen, neue Aufgaben: Wo wird meine Aktie gehandelt? Wie hoch ist der Anteil von Algo-Trading und Verteilung von Eigen- vs. Auftragshandel? Wen kann ich hier ansprechen, um zeitnah informiert zu bleiben? Sind meine Unternehmensmeldungen maschinenlesbar? Wer steht nun konsolidiert hinter den Beneficial Owners? Umso mehr werden IR Officer gefordert, die neue Sprache und ungeschriebenen Gesetze im Cyberspace des Handels sowie die konsolidierte Orderbuchlage zu verstehen, um mit neuen Ansprechpartnern in neuen Liquiditätspools Investoren weiterhin bestens zu bedienen. Für anstehende Änderungen in der MiFID und weitere Diskussionen in Wissenschaft und Verbänden bleiben offene Fragen:

- Emittenten: Wenn über 75 % des Börsenumsatzes entweder im Dark Trading und über Algo-Trader generiert wird, welche Konsequenzen hat dies auf die Kommunikationsbeziehungen von Investor Relations zum Markt? Wie fundamental basiert ist die Preisfindung³⁴ noch und was sind die Auswirkungen auf die Kapitalkosten?
- Börsen: Als bisherige Referenzmärkte haben sie volkswirtschaftlich zwei wesentliche Funktionen, nämlich die Preisfindung im Sekundärmarkt und Kapitalbeschaffung im Primärmarkt. Welche Auswirkungen hätte eine weitere Verlagerung von Liquidität auf neue Handelsplätze darauf? Wie kann man Börsen wieder in diesen wichtigen Funktionen stärken?
- Regulatoren: Welchen Einfluss haben Interessenkonflikte zwischen langfristigen Investoren, nicht Algorithmen verwendenden Privatanlegern und kurzfristig agierenden Algo-Tradern auf die Marktintegrität?

³⁴ Market Microstructure: The Impact of Fragmentation under the MiFID, CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, 2009.

What's next?

Nach Einstein ist die Lichtgeschwindigkeit die absolute Höchstgeschwindigkeit für die Übertragung von Informationen. Sie ist nicht nur die Konstante in der berühmten Gleichung $e=mc^2$, sondern auch eine wichtige konstante Größe im Börsenhandel. Mit der rasanten technologischen Weiterentwicklung werden vielleicht zukünftig allen Investoren High Tech Börsentools sozusagen demokratisch zur Verfügung stehen. Was dann bleibt, sind die relativen Vorteile der Marktteilnehmer gegenüber Anderen, richtige Anlage- bzw. Handelsentscheidungen zu treffen. Wie das Design von Algorithmen und die Analysen im Handel zeigen, ist die Marktkapitalisierung von Unternehmen eine wichtige Stellgröße. Im Kapitalmarkt schreibt sich die Formel dann: $L=mc^2$. Liquidität ist eine Funktion aus (m) Marktkapitalisierung und (c) Geschwindigkeit. Derzeit betrifft Algo-Trading mehrheitlich die „Flagschiffe“ unter den gelisteten Unternehmen, also Mid bis Large Caps. Der Börsenhandel ist kleinteilig geworden. Passt das damit nicht auch zu Small Caps? Kann hier Algo-Trading sogar eine innovative Lösung des Losgrößendilemmas werden? Es ist anscheinend nur eine Frage der Zeit und Arbitragemöglichkeiten, wann auch Small Caps mit Algo-Trading in Berührung kommen und einen neuen Liquiditätsspende begrüßen. „The Future has just begun“.

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl hochkarätiger Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten. Dazu gehören:

- die jährliche DIRK-Konferenz mit Top-Keynote-Sprechern, Vorträgen, Expertenrunden, Workshops und Fachmesse sowie der Verleihung des „Deutschen Investor Relations-Preises“
- halbjährliche Mitgliederversammlungen mit Fachvorträgen und praxisnahen Berichten
- regelmäßige regionale Treffen und Praxis-Workshops zu aktuellen Themen
- der CIRO – Certified Investor Relations Officer: erster und einziger funktions-spezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- die enge Zusammenarbeit und der regelmäßige Austausch mit kapitalmarktrelevanten Institutionen
- die Veröffentlichung von Praxisratgebern, Studien, Umfragen, Forschungsarbeiten und wissenschaftlichen Publikationen im IR-Bereich
- die Zusammenarbeit mit ausgesuchten Hochschulen zur Förderung des IR-Nachwuchses
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- die DIRK-Website (www.dirk.org) mit umfassenden Informationen rund um IR
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika
- DIRS – Database of Investor Relations Services: Einzige umfassende und funktions-spezifische IR-Dienstleisterdatenbank im deutschsprachigen Raum.

Impressum

© 2010, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V.,
Baumwall 7, 20459 Hamburg
T. +49 (0)40.4136 3960, F. +49 (0)40.4136 3969, www.dirk.org

Titel, Satz:
Whitepark GmbH & Co., Unternehmenskommunikation,
Neuerwall 17–19, 20354 Hamburg, www.whitepark.de

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Über den Autor



Dr. Martin Steinbach war über 10 Jahre bei der Deutsche Börse AG als Executive Director verantwortlich für Sales, Marketing und die Produktentwicklung im Bereich Listing und dem Kampagnenmanagement gegenüber Investoren. Er betreute in dieser Zeit viele gelistete Unternehmen beim Gang an die Börse ebenso wie danach und führte die Internationalisierung des Listingangebots in den Emerging Markets in CIS/Russland, China und Indien. Im April 2011 wechselte er zu Ernst & Young und leitet dort als Executive Director die IPO und Listing Services.

Seit über 17 Jahren ist er im Bereich Corporate Finance tätig und hatte verschiedene Führungspositionen im Corporate Banking, Private Equity und einer Börsenorganisation inne.

Seine Expertise umfasst eine Vielzahl von Börsengängen (IPO/SPO), M&A Transaktionen im Mittelstand und Private Equity Investments mit Fokus auf den Technologiesektor. Dies umfasst Erfahrungen aus leitenden Positionen sowohl als Director und Head of Investmentbanking der SGZ-Bank AG (jetzt DZ BANK AG), im Private Equity/Venture-Capital Bereich als Geschäftsführer der SG-Capital GmbH (jetzt DZ Equity Partner) als auch auf der Seite des Emittenten als Director Corporate Finance bei der entory AG.

Nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann studierte er an der Johann Wolfgang Goethe University, Frankfurt/Main, verfügt über den Diplom Kaufmann und promovierte nebenberuflich zum Dr. rer. Pol. im Fachbereich Wirtschaftswissenschaften.

Seine praktische Erfahrung basiert zusätzlich auf Mitgliedschaften im Aufsichtsrat von börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften, Beiräten sowie Investitions-gremien verschiedener Private Equity/VC Fonds. Er ist Autor einer Vielzahl von Fachartikeln und Buchbeiträgen über Aktienmärkte, IPOs, Investor Relations und REITs und ist Referent auf internationalen Seminaren zu diesen Themen.

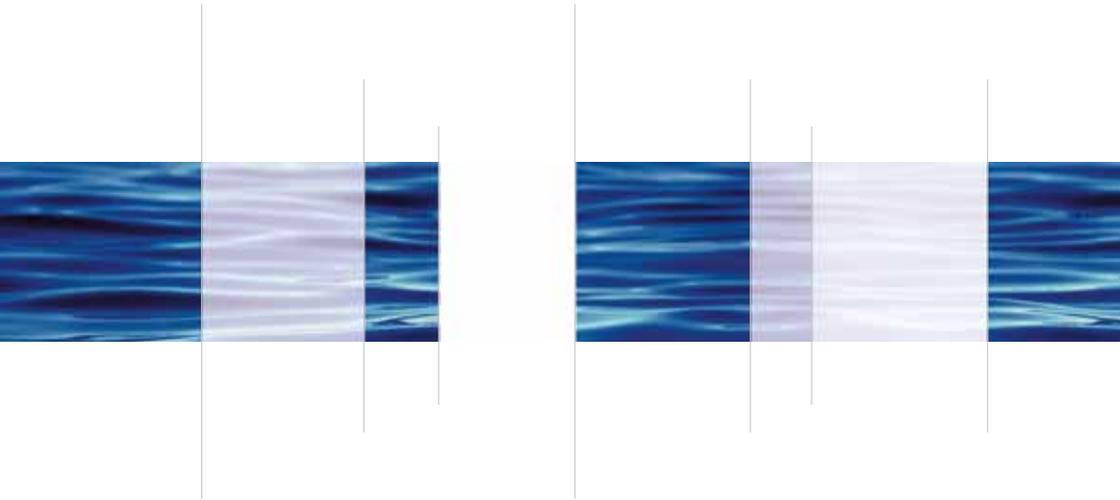
Mit dem DIRK verbindet ihn eine langjährige gute und vertrauensvolle Zusammenarbeit rund um vielfältige Initiativen zur Unterstützung der IR.

Weitere Informationen:

www.fese.be/en/

www.world-exchanges.org/

<http://advancedtrading.thewallstreetwiki.com/directories/directory-algorithmic-trading.php>



Die letzten 10 Jahre waren ein Quantensprung im elektronischen Aktienhandel und eine Dekade des rasanten Wandels in der Makro- und Mikrostruktur der Kapitalmärkte. Neue Marktteilnehmer wie Algo-Trader und High Frequency Trading sind Realität und aus dem Börsenhandel nicht mehr wegzudenken. Ergebnisse sind fragmentierte Märkte und zersplitterte Liquidität. Der IR Guide gibt einen aktuellen Einblick in die hoch-technologische Welt des Aktienhandels. Er diskutiert die Folgen auf das Verhalten von Investoren und praxisnahe Implikationen für die Investor Relations Arbeit.