



Centre for Economic and Regional Studies of the Hungarian  
Academy of Sciences – Institute of World Economics  
MTA Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont  
Világgazdasági Intézet

# Műhelytanulmányok 106.

2014. július

Biedermann Zsuzsánna

**NEM NYILVÁNOS KERESKEDELEM, DARK POOLOK  
ÉS SZABÁLYOZÁSI DILEMMÁIK  
NAPJAINKBAN**

**MTA**

Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont

Világgazdasági Intézet

Műhelytanulmányok 106. (2014) 1–32. 2014. július

## Nem nyilvános kereskedelem, dark poolok és szabályozási dilemmáik napjainkban

szerző:

**Biedermann Zsuzsanna**

*tudományos munkatárs*

Magyar Tudományos Akadémia

Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont

Világgazdasági Intézet

email: [biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu](mailto:biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu)

*Minden itt kifejtett vélemény és következtetés a szerző sajátja, mely nem minden esetben tükrözi a Világgazdasági Intézet, illetve a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont kutatóinak véleményét, vagy a Magyar Tudományos Akadémia álláspontját*

ISBN 978-963-301-613-8

ISSN 1417-2720



## Nem nyilvános kereskedelem, dark poolok és szabályozási dilemmáik napjainkban

Biedermann Zsuzsanna<sup>1</sup>

---

### Abstract

*Exemption from pre-trade transparency on dark platforms in theory prevents information leakage and market impact, thus block traders prefer these platforms to public ones. There are several dark trading facilities: systematic internalisers, crossing networks, etc. In this study, I focus on dark pools, and analyse why transaction size is decreasing while the number of transactions carried out is increasing when dark pools do not necessarily offer meaningful price improvement to investors. The use of dark pools nowadays is getting further and further from their original purpose.*

*Liquidity is moving dynamically from traditional public exchanges to dark platforms, and this has possible negative consequences on the price formation process on lit venues. Sponsored access to information on dark platforms might harm overall market integrity as well.*

*Even though there is no consensus regarding the „useful ratio” of dark trade to lit trade, decision-makers on both sides of the Atlantic are getting concerned since dark liquidity is continuously rising. Both European and American regulators aim at reducing dark ratios, and preventing their further popularity. The study discusses current regulation standards and possible future changes and their impact on dark liquidity.*

*JEL:* G10, G14, G15, G18

*Tárgyszavak:* nem nyilvános kereskedelem, dark pool, fragmentáció, pénzügyi szabályozás

---

---

<sup>1</sup> tudományos munkatárs, Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézet, Budaörsi út 45, H-1112 Budapest, Hungary Email: biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu

## **Bevezetés**

Napjainkban a világ részvénytőzsdéin kereskedő befektetők jelentős átalakulásokkal néznek szembe: egyrészt a tradicionális tőzsdéken kívül számtalan végrehajtási helyszín közül választhatnak, másrészt a kereskedelem egyre jelentősebb része zajlik nem nyilvános (dark) platformokon. A fragmentáció egyrészt a változó szabályok következménye (például a MiFID Európában eltörölte a korábbi tőzsdékényszert), másrészt a befektetők igényeit is tükrözi: az intézményi befektetők számára megfelelőbb terepet jelentenek a nem nyilvános helyszínek, ahol a kereskedés előtti transzparencia nem kötelező, így információkiszivárgás és jelentősebb piaci hatás nélkül is végrehajthatóak nagyobb tranzakciók. Habár az anonimitás a nagyméretű ügyleteknek jelenthet pozitívumot az ártorzító hatás kiküszöbölése miatt, napjainkban már a kisebb befektetéseket is gyakran dark platformokon hajtják végre.

A szakirodalom megosztott a dark kereskedelem hatásainak értékelésében. A legtöbb szakértő arra keresi a választ, hogy a nem nyilvános kereskedelem milyen befolyással van a tradicionális tőzsdék piacminőségére (árképzés, eladási és vételi ár közötti árrés, likviditás, stb.). Abban konszenzus alakult ki, hogy a dark kereskedelem hatékonyabb piacokat eredményez és alacsonyabb tranzakciós költségekkel jár, ha bizonyos szint alatt marad a piaci részaránya. Van azonban egy küszöbérték, amelyet meghaladva a nem nyilvános kereskedelem már kifejezetten ártalmas a piac egészére: zavart okoz az árképzési folyamatban (hiszen túl kevés a nyilvános információ, amely beépülhetne az árba), és magasabb tranzakciós költségeket eredményez. (ASIC [2013], Hatheway-Kwan-Zheng [2013], CFA Institute [2012], Comerton-Forde-Putnins [2012], Degryse, de Jong, and van Kervel [2011], Weaver [2011])

Az alábbi tanulmány bemutatja a nem nyilvános kereskedelem dinamikus fejlődésének következményeit a részvénytőzsdékre, összehasonlítva az elemzést az európai és amerikai szabályozási környezetet és a szakirodalom által felvetett szempontok alapján kitér az aktuális szabályozói dilemmákra és főbb trendekre.

## **1. A nem nyilvános kereskedés iránti igény alakulása**

A tőzsde az egyik legfontosabb forrás a vállalatok számára, akik a tőzsdére lépéssel addicionális likviditáshoz juthatnak. Ugyanakkor a tőzsde az elérhető befektetési lehetőségek széles tárháza révén kockázatkezelési lehetőséget is nyújt a befektetők számára. A tőzsdére vonatkozó szabályozás elméletileg garanciát jelent arra, hogy a tőzsdei platformon egymásra találó eladó és vevő biztonságos és átlátható helyszínen kereskedik.

A tőzsdei árak alakulása számos szakértő tudományos munkásságát határozta meg az elmúlt évszázadokban. A tőzsdepiaci árak mozgására ható tényezők az elméletek sokasága ellenére sem határozhatóak meg egyértelműen.

Egyes szakértők nagyobb jelentőséget tulajdonítanak a releváns információk mielőbbi beépülésének a tőzsdei árba,<sup>2</sup> mások azonban inkább a befektetői döntések egymásra hatását<sup>3</sup>, az emberi tényezőt tartják fontosabbnak az árváltozások szempontjából.

Mivel az utóbbi években jelentős mértékben csökkent az átlagos ajánlatméret (Az EU-ban például 2006-ban még 22 266 euro, 2009-ben azonban már csak 9 923 euro volt az átlagos ajánlatméret - Report on regulation of trading in financial instruments – ‘dark pools’ etc., 2010/2075 (INI)) a technológiavezérelt kereskedés<sup>4</sup> előretörése miatt, egyre jelentősebb ártorzító hatása volt a tőzsdei kereskedelem szabályainak, a kereskedés előtti transzparenciakövetelmények betartásának. A gyakorlatban ez azt jelentette, hogy egy-egy jelentősebb tőzsdei vételi vagy eladási szándék bejelentése a korábbinál nagyobb mértékben módosította a piaci árat.

Növekvő igény mutatkozott tehát a nem nyilvános kereskedésre, amely lehetővé tette, hogy információkiszivárgás és jelentősebb piaci hatás nélkül is

---

<sup>2</sup> A fundamentális elemzésen alapuló befektetési elvek lényege, hogy a makrogazdasági és iparági környezetet is számba véve, a vállalatok reálgazdasági helyzetére (gazdálkodási mutatók, pénzügyi kimutatások) reflektálva igyekszik megállapítani egy adott befektetés reális, belső értékét, alul-, vagy túlértékelttségét (és ebből következően várható ár-elmozdulását).

<sup>3</sup> A technikai elemzés inkább a tőzsdei árucikk iránti kereslet és a kínálat mozgását, a befektetői „hangulatot” tanulmányozva prognosztizál.

<sup>4</sup> Az automatizált kereskedés egy lehetséges és egyre népszerűbb formája a high-frequency trading, amely rendkívül gyors, technológiavezérelt reagálást jelent. A másodperc tört része alatt lezajló ajánlattétel, ajánlat-visszavonás lehetővé teszi a többi piaci szereplő megelőzését. „A HFT tipikusan saját számlás kereskedési forma, amely kis ajánlatmérettel, rövid tartási periódussal és nap végén zárt pozíciókkal jellemezhető.” (Réz, [2011]) A HFT olyannyira elterjedt, hogy a New York-i Tőzsde jegyzéseinek több mint 70%-a HFT-jegyzés. (Portnoy, [2011])

megvalósulhassanak bizonyos nagyobb méretű tőzsdei ügyletek. (Réz, [2011]) Az Európai Unióban a tőzsdekényszer 2007. november elsejével szűnt meg, amikor a MiFID, az akkoriban újak számító uniós tőkepiaci szabályozás lehetővé tette új piaci platformok, ún. MTF-ek (multilateral trading facilities)<sup>5</sup> működtetését. Az Amerikai Egyesült Államokban a hasonló alternatív helyszínek mintegy húsz évvel korábban indultak, Alternative Trading Facilities néven.

A nem nyilvános kereskedési formák összefoglaló neve „sötét” vagy „dark likviditás”. „Sötét likviditás” alatt olyan kereskedési módszereket értünk, amikor az eladói vagy vevői ajánlat nem jelenik meg a piac többi szereplőjének csak azután, hogy az ügylet teljesedésbe ment. Az ilyen ügyletek nagyrészt tőzsdén kívül zajlanak, többek között ún. dark poolokban vagy internalizáció révén, habár a tőzsdék is egyre több nem nyilvános kereskedési lehetőséget nyújtanak.

A dark pool egyik alcsoportját jelenti azoknak a szabályozott, tehát legálisan működő nem nyilvános végrehajtási helyszíneknek,<sup>6</sup> amelyek bizonyos meghatározott mentességek alapján korlátozott kereskedés előtti transzparenciakövetelmények alapján működnek. Létrehozásuk célja eredetileg a nagyobb méretű ajánlatok titkos végrehajtása, és így az ártorzító hatás elkerülése.

Internalizációról akkor beszélhetünk, ha a befektető által megbízott befektetési szolgáltató úgy hajtja végre a megbízást jelentő ügyletet, hogy az ügyfél igényeit a bróker cég rendelkezésre álló „készletéből” vagy „leltárából” teljesíti. Internalizáció alatt tehát azt értjük, hogy az ügyfél-megbízást saját számláról teljesíti a bróker cég. (PSZÁF, [2006a]) Az internalizáció során a bróker cég nyereségre tehet szert az eladási és vételi

---

<sup>5</sup> Az MTF-ek olyan kereskedési platformok, amelyek a tőzsdék riválisai. Európában a MiFiD irányelv 2007-es bevezetése után terjedtek el, amikor megszűnt a tőzsdekényszer. Korábban a tőzsdére bevezetett részvényekkel, értékpapírokkal a befektetési szolgáltatók csak a tőzsdén keresztül üzletelhettek.

2007 után a legjelentősebb MTF-ek a Chi-X, a BATS Exchange, illetve a Turquoise. Az MTF-ek egyre jelentősebb térhódítása azzal magyarázható, hogy a fejlett kereskedési technológiákat és a tőzsdéknél alacsonyabb költségeket kínálnak. (Fioravanti-Gentile, [2011])

<sup>6</sup> Amikor egy befektető megbízza befektetési szolgáltatóját egy bizonyos ügylet végrehajtásával, a megbízott előtt számos opció áll, ami a végrehajtás helyszínét és mikéntjét illeti. Többek között dönthet úgy, hogy az ügyletet egy „hivatalos” tőzsdén hajtja végre, vagy fordulhat harmadik félhez, egy árjegyző céghez. Ezek a cégek a nyilvánosan jegyzett árakon adnak el és vesznek részvényeket, és annak érdekében, hogy az ügylet náluk valósuljon meg, fizetnek a befektetőnek vagy megbízottjának, a brókernek. (Általában részvényenként egy bizonyos összeget, ezt nevezzük „payment for order flow”-nak). Természetesen választhat nem nyilvános kereskedési helyszínt is, amennyiben azt kedvezőbbnek ítéli meg. A lényeg, hogy a szolgáltatónak a „legkedvezőbb végrehajtás” elve szerint kell eljárnia, azaz a megbízó érdekeit figyelembe véve törekednie kell az optimális megoldás kiválasztására. (PSZÁF, [2006b])

ár közötti árrés révén. (SEC, Trade Execution) A szakirodalom alapján szoros az összefüggés a dark poolok és az internalizáció között. A dark poolokban végrehajtott ügyletek több mint háromnegyedét valószínűleg internalizálják. (Weaver, [2011])

Az internalizálók, csakúgy, mint a dark poolok, egyre jelentősebb szerepet játszanak a lehetséges teljesítési helyszínek között.

## **2. A kezdetek**

Az Amerikai Egyesült Államok pénzügyi szektora egyértelmű vezető szerepet töltött be a különböző nem nyilvános kereskedési helyszínek, és ezen belül a dark poolok kialakításában.

Az első dark pool 1986 őszén létesült az Instinet After Hours Cross nevű elektronikus kereskedési felületén. Ez a rendszer lehetővé tette a vevők számára, hogy vételi ajánlatukat egy elektronikus könyvbe bejegyezzék, majd ezeket a vételi ajánlatokat a rendszer este fél hétkor (keleti idő szerint) összepárosította az eladó termékekkel, a tőzsde aznapi záróárait felhasználva. A párosítást egy algoritmus végezte, az eredményekről az eladót és a vevőt is értesítették. Ellentétben egy nyílt, átlátható piacon tett vételi ajánlattal, az elektronikus kereskedési felületen tett ajánlatról csak a sikeres tőzsdei tranzakció esetén értesült a többi piaci szereplő, tehát nagyobb ügyletek is megvalósíthatóvá váltak a kereskedés előtti transzparencia-követelményektől való eltekintéssel, és potenciális információ-kiszivárgás nélkül.

1987-re nem maradt versenytárs nélkül a dark pool-piac alapító Instinet: az Investment Technology Group beindította a Posit nevű szolgáltatását, amely az Instinethez hasonlóan működött. Naponta számos alkalommal párosította a vételi és eladási ajánlatokat, amelyek a középárfolyamon (az amerikai piacokon elérhető legjobb vételi és eladási árfolyamból [national best bid and offer – NBBO] számított középárfolyam) „találkozhattak”.

Az intézményi befektetők körében egyre nagyobb népszerűsége tettek szert a nagyméretű és információs kiszivárgást gyakorlatilag teljes mértékben elkerülő ügyletek, néhány év alatt mind az Instinet, mind a Posit naponta több tízmillió

részvénnyel kereskedett, az átlagos ügyletméret pedig jóval meghaladta a nyilvános kereskedési helyszínét. [BMO, 2009]

Természetesen újabb szereplők is elkezdtek hasonló szolgáltatásokat kínálni a piacon (Nyfix, Pipeline, Liquidnet), mindegyik más jellegű újítással próbálta vonzóvá tenni a saját kereskedési platformját. A Posit 2002-ben például elindította a Posit Now-t, amely a folyamatos ügylettársításon alapult.

2009 végére már több mint negyven különböző kereskedési helyszín szentelte tevékenységét részben vagy egészben a dark likviditásnak. Természetesen nem lenne ilyen nagy a „választék”, ha a befektetői oldalról nem lett volna igény rá. Az amerikai pénzügyi piacokon a befektetői participáció aktív mind a kisbefektetők, mind az intézményi befektetők részéről. A biztosítók, társasági nyugdíjalapok, hedge fundok, stb. mind használják a dark likviditás nyújtotta lehetőségeket, csak eltérő mértékben. A másik fontos tényező, amely lehetővé tette a dark poolok fejlődését a csúcstechnológiát előállító cégek és a kockázati tőke társaságok működése. Az előbbieket állították elő az analitikai, algoritmikus, hálózati és infrastrukturális háttérrel a dark likviditást biztosító cégek számára, az utóbbiak pedig az anyagi támogatásukkal fedezték számos kezdő vállalkozás újszerű üzleti modelljét, és ezek közül néhány később a legnagyobb tőzsdék versenytársaivá válhatott. Az Archipelago, Island vagy Brut cégek, amelyek az elsők között léptek piacra, mind részesültek anyagi támogatásban. A kidolgozott csúcstechnológia és üzleti modell természetesen exportálható, és napjainkra már át is vette Európa és Ázsia is. (Banks, [2010], pp. 23-24.)

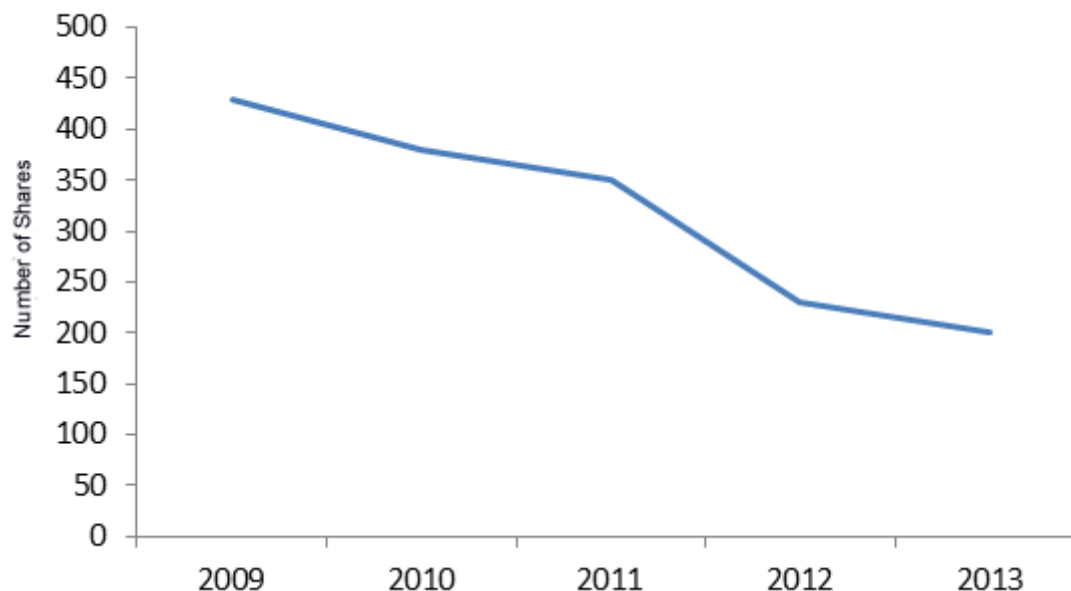
A dark poolok létrehozásának célja kezdetben egyértelműen az volt, hogy a nagyméretű ügyleteknél el lehessen kerülni az árfolyásoló információ-kiszivárgást.

Az utóbbi években azonban a kereskedők már nemcsak nagyméretű ügyletekre használják ezt a nem nyilvános kereskedési helyszínt, hanem általánosságban – bármilyen ügylettel kapcsolatban – a kereskedés előtti információszolgáltatási kötelezettség (amely a nyilvános kereskedési helyszíneken egyértelmű) elkerülésére (Saraiya-Mittal, [2009]). A dark poolok ügyletmérete jelentősen csökkent, az átlagos méret kétszázról ezer részvényig terjed. Az alábbi ábrán az amerikai dark pool-piac ügyletméret-csökkenését követhetjük nyomon 2009-től 2013-ig: míg 2009-ben még



átlagosan több mint 430 részvényt adtak-vettek egy tranzakció során, 2013-ra ez a szám mintegy 200 részvényre csökkent.

Average Execution Sizes at Dark Pools in the US



Forrás: Celent Securities: Dark Pools: In the Eye of the Storm, [2013]

Ez egyrészt a szolgáltatással élők igényeiből, másrészt a dark pool-helyszínek működtetőinek<sup>7</sup> üzleti szemléletéből ered, akik sok esetben nagyobb hangsúlyt fektetnek a kereskedés volumenének növelésére, mint a végrehajtás minőségének fenntartására.

Ugyanakkor a dark poolok legfontosabb előnyének tartott zéró információs kiszivárgás nem érvényesül mindig maradéktalanul. Ennek pedig az a magyarázata, hogy az eladói és vevői oldal ajánlata csak ritkán azonos méretű.

Ha például teszünk egy 50.000 darabos részvényvásárlási ajánlatot egy dark poolban, és az ügylet egyik pillanatról a másikra megvalósul, joggal feltételezhetjük, hogy az eladói oldalon több részvény volt, mint ötvenezer. Ezeket a „felesleges” részvényeket is el kell adni valahol, ez pedig lefelé viszi majd az árat. Ha az ár valóban csökken, a vevő veszteségként éli meg, hogy az ügylet az adott áron teljesült.

<sup>7</sup> Általában bankok vagy alternatív kereskedési platformok működtetik a dark poolokat.

Ha ugyanebben az esetben (50.000 darabos részvényvásárlási ajánlat) valaki 100 darab részvényt eladásra ajánl, és ez az ügylet teljesül, akkor az eladó feltételezi, hogy rendelkezésre áll egy viszonylag nagyobb vásárlási szándék. Várhat mindaddig, amíg a vevő kénytelen a nyilvános kereskedési helyszínen eladót keresni, és az árak az eladó számára kedvező irányba mozdulnak el. (Fishler, [2011])

A vételi és eladási oldal mennyiségében mutatkozó diszkrepancia minden egyes végrehajtásnál információs kiszivárgással járhat, amely kontraszelekcióhoz vezethet. Ez a dark poolban történő adásvétel közvetlen és érezhető hatása, amely a nyilvános kereskedési helyszíneken is megjelenik. (Concha et al., [2011])

Nyilvánvaló, hogy a kereskedők folyamatosan figyelik a dark poolokban teljesítésre várakozó nagyobb ügyletekre utaló jeleket, információkat annak érdekében, hogy minél kisebb kockázat mellett minél nagyobb profitra tegyenek szert.

Erre több módszer is rendelkezésre áll. Például „front running”, amikor a megbízás végrehajtója az ügyfél megbízásának ismeretében, annak teljesítése előtt olyan saját vagy érdekeltségi körébe tartozó ajánlatot ad a befektetési szolgáltatást nyújtónak, amellyel saját javára kihasználja az ügyfél megbízásának árakra gyakorolt hatását (PSZÁF Éves Jelentés, [2011]), vagy „pinging”, amikor különböző kisebb ügyletek végrehajtásával igyekeznek a dark poolokban elrejtett nagyobb ügyletekre vonatkozó következtetést levonni. Ha több azonos kisebb ügylet is megvalósul, akkor van rá esély, hogy a „cápák” vagy „játékosok” rátaláltak egy jéghegy csúcsára, azaz egy nagyobb teljesítésre váró ügyletre. (WSJ, [2008])

Nehéz megállapítani, de fontos kérdés, hogy a nem nyilvános kereskedési formák mennyire elterjedtek, az ügyletek hány százaléka valósul meg „sötét” helyszíneken.

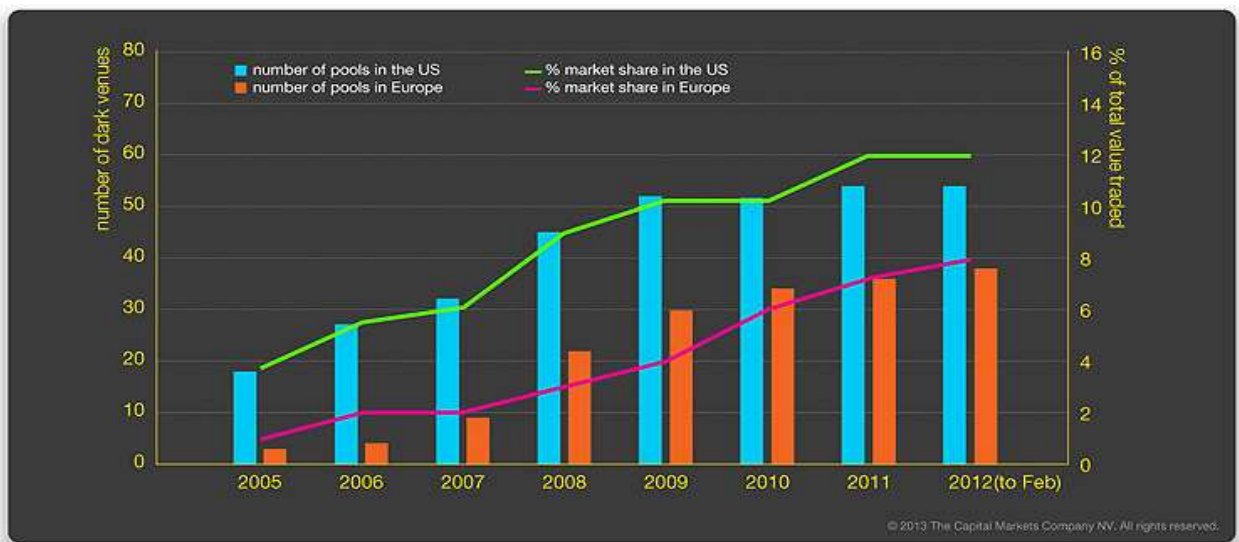
### **3. Tőzsdei exodus, növekvő dark likviditás**

A dark poolok piaci részesedését meglehetősen nehéz megítélni az adatokhoz való hozzáférési nehézségek miatt. 2013-ban például a Credit Suisse Crossfinder, amely a világ legjelentősebb dark poolja (McCrank, [2013]), megvonta adatszolgáltatását a Rosenblatt biztosítótársaságtól, amely havonta jelentkezik a dark pool-piac aktuális

statisztikáival hírlevelében, valamint a TABB tanácsadó csoporttól, amely szintén a dark poolok tevékenységének felmérésére vállalkozik bizonyos időközönként.<sup>8</sup>

Többek között ez a lépés, valamint a világosabb helyzetfelmérés iránti igény vezette az amerikai FINRA hatóságot arra a döntésre (Financial Industry Regulatory Authority: Pénzügyi Szektor Szabályozó Hatósága), hogy 2014 áprilisától adatszolgáltatási kötelezettséget vezessen be minden alternatív kereskedési helyszín számára.<sup>9</sup>

Az adatszerzés nehézségei ellenére bizton állíthatjuk, hogy a dark poolokban végrehajtott ügyletek volumene az elmúlt években meredeken növekvő tendenciát mutatott. Természetesen a dark pool-kereskedelem sokkal elterjedtebb az Amerikai Egyesült Államokban, mint Európában. Míg 2010-ben a Rosenblatt Securities szerint 2% körüli, a Thomson Reuters szerint több mint 3% volt a dark poolok piaci részesedése Európában, 2014 márciusában ez az arány 8,5% körül mozgott (Thomson Reuters, [2014]). A Rosenblatt Securities azonban 2013 szeptemberében beszámolt már 11%-os rekordról is. A dark poolokban folytatott kereskedelem volumene az Amerikai Egyesült Államokban 2012 decemberében 13,3%-át, egy évvel később 14,3%-át tette ki az összvolumennek. (Rosenblatt Securities Inc., [2014])



Forrás: Kerkhoff, [2014]

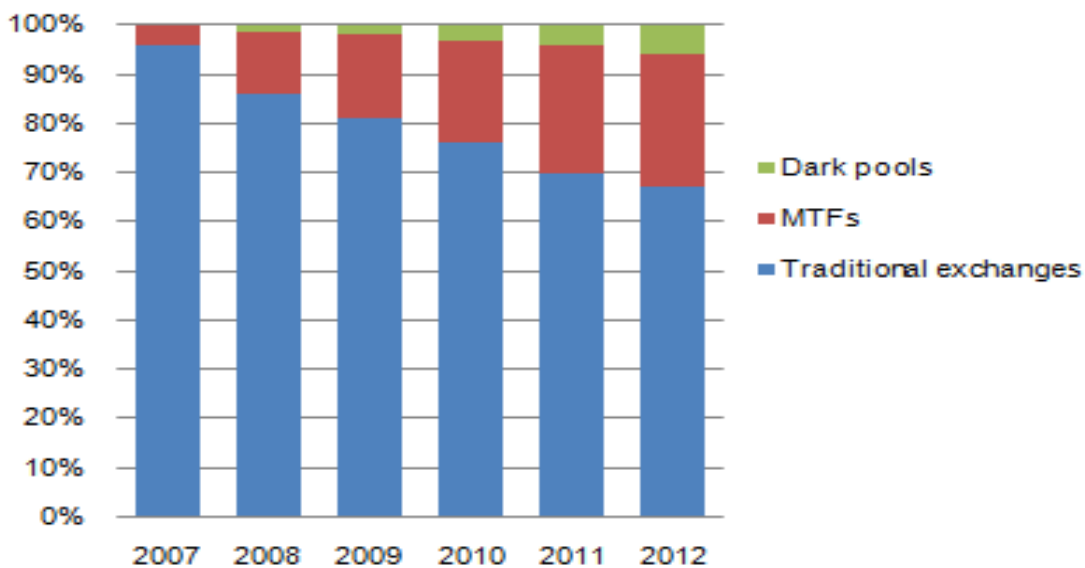
<sup>8</sup> The Trade News 2014. február 4-i cikke alapján:

[http://www.thetradenews.com/news/Asset\\_Classes/Equities/FINRA\\_dark\\_reporting\\_plan\\_approved\\_but\\_concerns\\_remain.aspx](http://www.thetradenews.com/news/Asset_Classes/Equities/FINRA_dark_reporting_plan_approved_but_concerns_remain.aspx)

<sup>9</sup> Az alternatív kereskedési helyszíneknek a heti kereskedési volumenről kell számot adniuk a FINRA felé, amely a likvid eszközökre vonatkozó adatokat két héttel, a kevésbé likvid termékek statisztikáit négy héttel később teszi közzé honlapján.

A hagyományos tőzsdékről zajló exodus általánossá vált. Ennek oka, hogy a bróker számos tételt mérlegel, amikor választ, hogy a brókercégen belülről társítja a vételi és eladási oldalt, vagy eladja a megbízást egy másik internalizálónak, vagy dark poolokban helyezi el az ajánlatot, vagy a tőzsdén kereskedik vele. Az egyik legfontosabb szempont az ügyletért felszámolt tranzakciós díj, amely a tőzsdéken magasabb, mint a nem nyilvános helyszíneken. A Tradeworx nevű high-frequency trading cég ügyvezetője, Manoj Narang úgy fogalmazott, hogy „a tőzsdék utolsó likviditási helyszínné váltak”, azaz csak akkor kerül a tőzsdére egy ajánlat, ha nincs más, kedvezőbb tőzsdén kívüli lehetőség a végrehajtására. (McCrank, [2014]) Ráadásul a tőzsdék napjainkban a technológiavezérelt, algoritmikus kereskedelem (HFT) fellegvéraivá váltak.

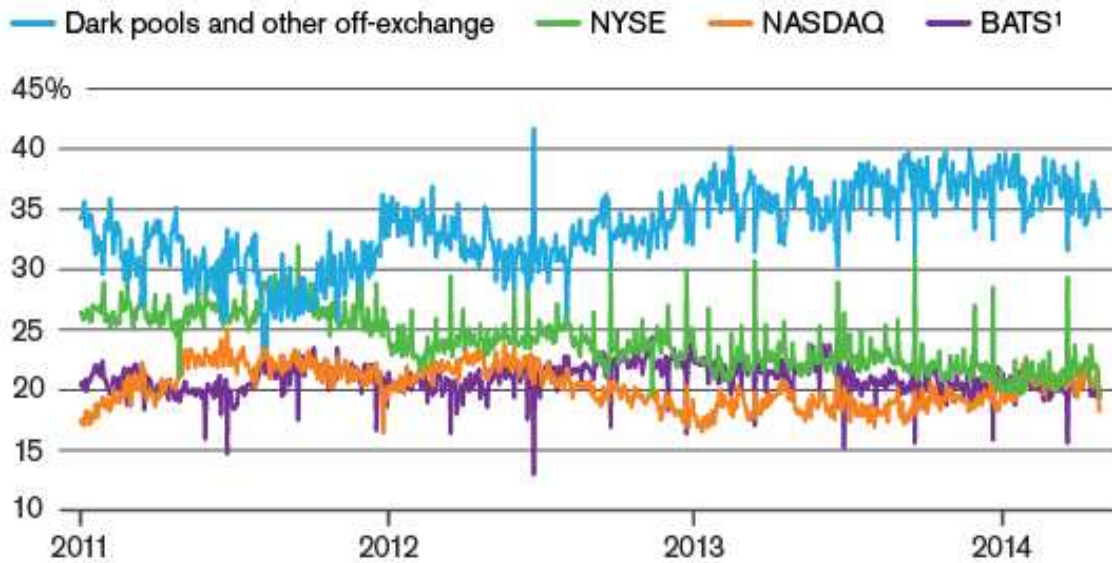
Az alábbi ábra a tőzsdén kívüli kereskedelem növekvő részarányát mutatja Európában az AITE Group adatai alapján:



Forrás: AITE Group

2009 és 2013 között az Egyesült Államokban a tradicionális tőzsdéken kívül zajló kereskedelem 25-ről mintegy 35 százalékra emelkedett (SEC, [2013]) és 2014. június 10-én 40,4 százalék volt a részarány a Bloomberg adatai alapján.

Az alábbi grafikon a tőzsdén kívüli, nem nyilvános végrehajtási helyszínek előretörését mutatja (a napi zárás adatai alapján, a kereskedelem volumenét tekintve) az Amerikai Egyesült Államokban:



Forrás: Bloomberg, Mamudi [2014]

Az amerikai piac mintegy 12 tradicionális tőzsdére és körülbelül 45 alternatív kereskedési helyszínre töredezett szét, amelyek nagy része dark pool. Ezen felül több mint 200 cég foglalkozik internalizációval. Napjainkban több részvény cserél gazdát dark poolokban, mint a New York-i Tőzsdén. (Mamudi, [2014])

Az alábbi táblázat az amerikai kereskedési helyszíneket, valamint piaci részesedésüket mutatja be 2012 márciusában:

<b>HELYSZÍN</b>	<b>ÁTLAGOS PIACI RÉSZESEDÉS A KONSZOLIDÁLT VOLUMENBŐL (%)</b>
NASDAQ Stock Market	18.1
New York Stock Exchange	12.3
NYSE Arca	11.7
BATS BZX Exchange	8.3

*Biedermann Zsuzsánna / Nem nyilvános kereskedelem, dark poolok és szabályozási dilemmáik napjainkban*

Direct Edge EDGX Exchange	6.3
NASDAQ OMX BX (formerly the Boston Stock Exchange)	2.8
Direct Edge EDGA Exchange	2.7
BATS Y-Exchange (BYX)	2.6
NASDAQ OMX PSX (formerly the Philadelphia Stock Exchange)	1.0
National Stock Exchange (NSX)	0.4
Chicago Stock Exchange (CHX)	0.4
NYSE MKT (formerly NYSE Amex/ American Stock Exchange)	0.2
CBOE Stock Exchange	0.2
<b>Összes tradicionális tőzsde</b>	<b>67.0</b>
LavaFlow	1.8
<b>Összes elektronikus kommunikációs hálózat (ECN)<sup>10</sup></b>	<b>1.8</b>
Credit Suisse Crossfinder	1.9
Goldman Sachs Sigma X	1.5
Knight Link	1.4
Getco GETMatched	1.2
Barclays LX	1.1

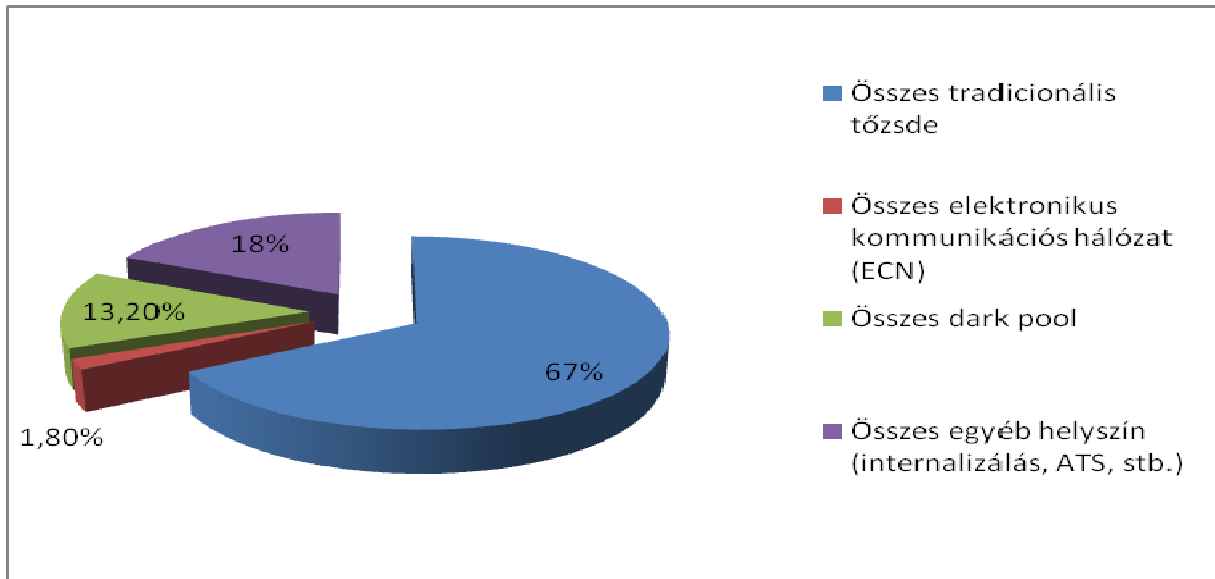
<sup>10</sup> Olyan brókerház/tőzsde, amelyhez kizárólag a tagok – intézményi befektetők, brókerházak és árjegyzők – férhetnek hozzá közvetlenül, míg a magánbefektetők megbízásai csak brókerházakon keresztül továbbíthatók. (Réz [2011])

*Biedermann Zsuzsánna / Nem nyilvános kereskedelem, dark poolok és szabályozási dilemmáik napjainkban*

Deutsche Bank SuperX	0.8
UBS PIN	0.7
Knight Match	0.7
Morgan Stanley MS POOL	0.7
Level ATS	0.6
Liquidnet	0.6
BIDS Trading	0.5
Instinet Cross	0.5
Citi Match	0.5
ConvergEx Millennium	0.3
ConvergEx VortEx	0.2
<b>Összes dark pool</b>	<b>13.2</b>
Több mint 200 egyéb tőzsdén kívüli cég	18
<b>Összes egyéb helyszín (internalizálás, alternatív kereskedési helyszínek, stb.)</b>	<b>18</b>
<b>Összesen</b>	<b>100</b>

Forrás: CFA Institute [2012b] a TABB LiquidityMatrix, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter, [www.lavatrading.com](http://www.lavatrading.com), valamint a SEC adatai alapján

1. ábra: A dark poolok piaci részesedése az Amerikai Egyesült Államokban  
(2012.márciusi adatok)



Az európai pénzügyi piac fragmentáltsága több szempontból is jelentősen különbözik az amerikaiétól. Európában nincs egységes adatszolgáltatási rendszer (konszolidált adatbázis, mint az Amerikai Egyesült Államokban), ezért gyakran nehézkes a különböző forrásból származó adatok összehasonlítása, és a különböző platformokon átívelő ügyletek elszámolása is problémásabb. (Lengyel-Réz-Szép, [2011])

Habár Európa gyorsan a második legjelentősebb szereplővé vált a nem nyilvános kereskedési helyszínek tekintetében az Amerikai Egyesült Államok után, valódi lendületet a MiFID I. adott az elektronikus és dark kereskedelemnek. 2007 előtt is léteztek nem nyilvános kereskedési lehetőségek bróker poolok, vagy nyilvános kereskedési helyszínek által nyújtott dark likviditási lehetőségek (tartalék ajánlat-reserve order vagy nem megjelenített ajánlat- non-displayed order) formájában.

Számos „ajánlatpárosító hálózat” (crossing network)<sup>11</sup> már megelőzte a MiFID-et: a POSIT Match 1998-ban, a Liquidnet 2002-ben érkezett Európába. A MiFID valójában

<sup>11</sup> Crossing network: A crossing networkök tipikusan nagyobb befektetési bankok és bróker cégek – nem szabályozott piacok és MTF-ek – által működtetett, nem nyilvános végrehajtási helyszínek, amelyekre nem vonatkozik a kereskedés előtti transzparenciakövetelmény. Az itt kötött ügyletek jelenleg OTC-ügyleteknek minősülnek. A CN-ek csak a működtető által meghatározott ügyfélkör számára elérhetők, és anonimitást biztosítanak (Réz, [2011]) a dark poolokhoz hasonlóak, de a szabályozott piacokon és MTF-eken “kívül”,



csak élesítette az ügyfelekért folyó versenyt és arra készítette a tradicionális tőzsdéket, hogy újragondolják addigi üzleti modelljüket. 2009 végére Európában már több mint két tucat dark likviditást nyújtó szolgáltató versengett a tranzakciókért: tradicionális tőzsdék, „ajánlatpárosító hálózatok”, és szisztematikus internalizálók. A legfontosabb szereplők között megtalálhatjuk a következő helyszíneket: LSE, Deutsche Boerse, Swiss Stock Exchange, Euronext, Madrid Stock Exchange, valamint elektronikus platformokat, mint az Aqueduct-Berliner Boerse, a NYFIX Euro Millennium, a NASDAQ OMX Europe, a BATS Europe, a NYSE Smartpool és a Chi-X Europe (*Banks*, [2010])

Sok pénzintézet döntött úgy, hogy konzorcium-struktúrában lép be az MTF-piacra: számos születő alapot támogattak egyidőben, így egyrészt csökkentették a kockázatot, másrészt részesedést szereztek olyan alapokban, amelyek később a nem nyilvános piac meghatározó szereplőivá váltak. 2008-ban például tíz pénzintézet vet részt a Burgundy MTF alapításában.

A másik tényező, amely hozzájárult a nem nyilvános piac dinamikus fejlődéséhez Európában, a nagy tételben kereskedés (block trading) hagyománya.

Ugyanakkor a létrejött új, komplex európai piacok nehezebben áttekinthetők, többek között az egységes adatszolgáltatás hiánya miatt.

Az alábbi táblázat a főbb piaci szereplőket mutatja be a piaci részesedésük alapján:

---

azoktól függetlenül működnek Európában (FESE [2010], 2.o.), míg az Amerikai Egyesült Államokban alternatív kereskedési helyszínek (alternative trading system, ATS) minősülnek és az ATS-ekre vonatkozó szabályoknak meg kell felelniük (World Bank, [2009], 8.o.)

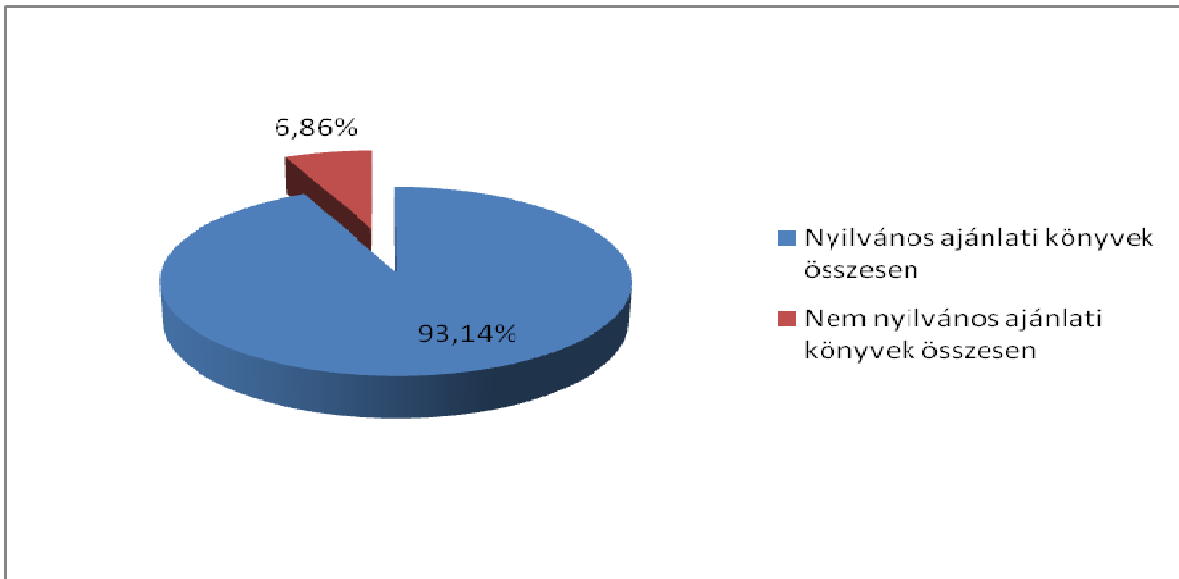
<b>HELYSZÍN</b>	<b>A HELYSZÍNEN FOLYTATOTT KERESKEDELEM VOLUMENE AZ ÖSSZVOLUMEN SZÁZALÉKÁBAN - ÁTLAGOS ÉRTÉK ÖT NAPRA (14.06.2014.-18.06.2014.)</b>
LSE Group	39.41
BATS Chi-X Europe	14.24
NYSE Euronext	12.36
Turquoise	7.54
Bolsa de Madrid	8.55
Nasdaq OMX	3.94
Xetra	2.83
Oslo Bors	1.54
SIX Swiss Exchange	1.38
Irish Stock Exchange	0.66
Equiduct	0.53
Wiener Börse	0.1
Aquis	0.04
TOM MTF	0.02
<b>Nyilvános ajánlati könyvek összesen</b>	<b>93.14 %</b>

*Biedermann Zsuzsánna / Nem nyilvános kereskedelem, dark poolok és szabályozási dilemmáik napjainkban*

BATS Chi-X Europe	1.98
UBS MTF	1.2
Turquoise	1.08
Liquidnet	0.38
SIGMA X MTF	0.78
ITG Posit	0.93
Instinet Blockmatch	0.44
Nordic@Mid	0.01
Smartpool	0.04
BLINK MTF	0.02
SLS	0.00
<b>Nem nyilvános ajánlati könyvek összesen</b>	<b>6.86 %</b>

Forrás: BATS Trading, Market share by market, June 18, 2014, Volume summary

2. ábra: A nem nyilvános ajánlati könyvek piaci részesedése Európában (átlagos összvolumen 14. 06. 2014 - 18. 06. 2014)



#### **4. A nem nyilvános kereskedés hatása a piacok minőségére - Szakirodalmi áttekintés**

A befektetők és brókerek kereskedési helyszín-választásának egyik kiemelkedő eleme az adott helyszínen működő piac minősége. Minél alacsonyabbak a befektető explicit költségei (pl. tranzakciós költségek) és minél kedvezőbb feltételek mellett hajtható végre ugyanazon ügylet, annál vonzóbbnak számít a piac.

A piac minőségét számos tényező befolyásolhatja, a két legfontosabbnak tartott a piac mélysége, valamint az eladási és vételi árfolyam közötti árrés. A piac akkor minőségi, ha mélysége minél nagyobb méretű ügyletek végrehajtását teszi lehetővé minél kisebb ártorzító hatás mellett. Hasonló analógiát alkalmazva: minél kisebb az eladási és vételi árfolyamok közötti árrés, annál jobb minőségűnek tekinthető a piac.

A CFA Intézet kutatása azt mutatta, hogy a nem nyilvános helyszíneken folytatott kereskedés egy bizonyos szintig kifejezetten pozitív hatást gyakorol a piacminőségre, azaz csökkenti az eladási és vételi árfolyam közötti árrést, és növeli a piacmélységet. Azonban amint a nem nyilvános kereskedés mértéke átlép egy bizonyos küszöbértéket (A CFA Intézet eredményei szerint: ha már az ügyletek több mint 46,7 százaléka dark helyszíneken zajlik), ez a hatás megfordul. (CFA Magazine, [2012a])

*Comerton-Forde* és *Putnins* Ausztráliában íródott tanulmánya azonban ötven százaléknál jóval alacsonyabbra teszi ezt a mércét. *Comerton-Forde* és *Putnins* azt vizsgálták, hogy a nem nyilvános helyszíneken zajló kereskedelem milyen hatással van az árképzésre. Hasonló következtetésre jutottak, mint a CFA Intézet szakértői: alacsony mértékű dark kereskedelem pozitív hatással van a piacokra, azonban ha az ügyletek több mint tíz százaléka valósul meg nem nyilvános helyszíneken, akkor meredeken csökken az árak információs hatékonysága- azaz az üzletkötés előtti információk hiánya csökkenti a piac árazási képességét (a privát információk nehezebben épülnek be az árba). A „megvilágított” piacokon valószínűbb lesz a kontraszelekció és nőni kezd az árrés. (*Comerton-Forde, Putnins, [2013]*)

*Degryse, van Kervel* és *de Jong* a dark kereskedelem és a piaci likviditás kapcsolatát vizsgálták, és arra a következtetésre jutottak, hogy a nem nyilvános kereskedelem káros hatással van a likviditásra. Érvelésük szerint a „lefölözés” elvének megfelelően a nem nyilvános piacok főleg a kevésbé informált befektetőket vonzzák, ez pedig a megvilágított, hagyományos piacokon kontraszelekcióhoz vezet. Kiemelik, hogy a limitáras megbízások elvándorolnak a tradicionális piacokról a tőzsdékkal versengő alternatív helyszínekre, így a kizárólag hagyományos kereskedési helyszíneken üzletelő befektetők rosszul járnak. (*Degryse et al, [2011]*)

A *Hatheway, Kwan* és *Zheng* szerzőtrió szerint az amerikai piacok minőségét rontja, és az árképzést torzítja a dark poolok működése, kivéve a nagyobb tranzakciókat. Eredményeik alapján a szerzők megállapították, hogy a dark poolok szegmentálják a piacot. Ezt úgy érik el, hogy a befektetési szolgáltatóknak részvényenként fizetnek (azaz a középárfolyamnál egy kevéssel kedvezőbb árat ajánlanak: sub-penny price improvement) azért, hogy a szolgáltató az ügyletet náluk hajtsa végre (payment for order flow).<sup>12</sup> A másik jelenség, amely lehetővé teszi a piacszegmentálást, a „kevésbé informált” kisbefektetői megbízások. (uninformed retail order). „Kevésbé informált” annyit jelent, hogy a kiskereskedőnek nem sok elképzelése van arról, hogy honnan származik vagy hova tart a részvény, azaz kellő információ híján gyakorlatilag bármennyit hajlandóak fizetni az adott részvényért vagy bármennyiért hajlandóak eladni azt. Az ilyen megbízó azért vonzó mind a bróker, mind a kereskedési helyszín

---

<sup>12</sup> Ld. 5. lábjegyzet

számára, mert a befektető tájékozatlansága miatt szabadabban választható meg a kereskedés helyszíne, valamint nagyobb lehetőség van hasznot húzni az árrésből. (Habár ennek elvileg gátat szab a „legkedvezőbb végrehajtás” elve)<sup>13</sup>

A dark helyszínek főleg az ilyen rosszul informált kis tételekre adott megbízásokat vonzzák, és így „elszívják” a likviditást a tradicionális végrehajtási helyszínektől.

*Zhu* (2013) ezzel szemben éppen ellentétes következtetésre jut: modelljében a tradicionális tőzsde mellé helyezve egy dark poolt kimutatja, hogy a dark pool javítja a hatékony áralakulást a tőzsdén, mivel az informált befektetők a tőzsdére koncentrálnak. Ugyanakkor a tőzsdei likviditás csökken, a hatás a társadalmi jólét szempontjából tehát nem egyértelmű. *Zhu* is hangsúlyozza, hogy a dark végrehajtási helyszínek a kevésbé informált megbízásokat vonzzák, tehát a piac informáltság szempontjából gyakorlatilag kettéválik.

A fentiekből is nyilvánvaló tehát, hogy a pénzpiacokat és a befektetési lehetőségeket nagymértékű fragmentáció jellemzi napjainkban. A szabályozók legfontosabb szempontja, hogy egyrészt igyekezzenek a nem nyilvános kereskedést a valóban piaci árat befolyásoló méretű ügyletekre korlátozni, másrészt elősegítsék, hogy a „sötétben” zajló kereskedés legfontosabb adatai: a résztvevők, ügyletfajták és ügyletpárosítási technológiák lehetőleg nyilvánosságra kerüljenek. Ez utóbbi egyrészt az adatgyűjtés szempontjából fontos (hogy meghatározható legyen, a kereskedés hány százaléka és mely része zajlik nem nyilvánosan), másrészt a hatékony áralakulást is elősegíti a klasszikus, „megvilágított” végrehajtási helyszíneken.

## **5. Szabályozás**

A szakirodalom döntő többsége, amely a dark likviditásra koncentrál – *Hatheway, Kwan, és Zheng* [2013]; *CFA Institute* [2012b]; *Comerton-Forde és Putnins* [2012]; *Degryse, de Jong és van Kervel* [2011] – arra a következtetésre jut, hogy a nem nyilvános helyszínek felé tolódó kereskedelem rossz hatással lehet a „megvilágított” piacok minőségére. A szakértők véleménye azonban eltér abban a tekintetben, hogy milyen mértékű dark részarányról számolhatunk ezekkel a negatív hatásokkal.

---

<sup>13</sup> Ld. 5. lábjegyzet

Ennek az lehet az oka, hogy a szerzők más-más adatbázisokat használtak következtetések levonásához (például míg az egyik az ausztrál, a másik az amerikai vagy európai piac egy részét elemezte), valamint abban is különbségek mutatkoznak, hogy mennyire vették figyelembe az endogenitást (az egyes tényezők egymásra hatását: például a dark poolokban végrehajtott kisméretű ügyletek, valamint az árrés és a piacmélység nem feltétlenül egyértelmű ok-okozati összefüggésben állnak, az egyik változása visszahathat a másokra).

Így lehetséges, hogy míg a CFA Intézet tanulmánya szerint közel ötven százalék a küszöbérték, amely felett a dark kereskedelem káros hatással lehet a nyilvános piacokra, az ausztrál tőzsdefelügyelet (ASIC, [2013]) és Comerton-Forde és Putnins arra jutott, hogy ha nem nagyméretű tranzakciók végrehajtására használják, a dark poolok már 10%-os piaci részesedés felett is káros hatást gyakorolnak az árrésre és a piaci mélységre a „megvilágított” platformokon.

A küszöbérték tekintetében nincs tehát egyetértés, de a szakirodalom nagy része egyetért abban, hogy ha a kereskedelem túl nagy része zajlik nem nyilvános helyszíneken, az káros lehet a nyilvános piacokra és a befektetőkre nézve összességében.

A dark kereskedelem kapcsán felmerülő másik probléma, hogy számos kereskedési helyszínen bizonyos ügyfeleknek szponzorált hozzáférést biztosít egyes kereskedési felületekhez, amely visszaélésekre ad lehetőséget, tisztázatlan feltételek alapján előnyhöz juttat bizonyos befektetőket másokkal szemben (pld. előfordult, hogy a szponzorált hozzáférés lehetővé tévő cégek ugyanahhoz a vállalatcsoporthoz tartoznak, amelyhez a szponzor). A befektetők érdeke, hogy egyenlő, azonos időbeli, megkülönböztetésmentes hozzáférésük biztosítva legyen.

Szintén aggodalomra ad(tak) okot a nem nyilvános helyszíneken folyó tevékenység adataihoz való hozzáférési nehézségek. Ezek természetesen abból (is) fakadnak, hogy a nem nyilvános platformoknak elemi érdeke saját üzleti modelljük, valamint ügyfeleik adatainak diszkrét kezelése.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Az IOSCO (Értékpapír Felügyelet Nemzetközi Szervezete) szabályozási környezetet (is) elemző technikai bizottsága úgy ítélte meg, hogy a dark poolok szabályozásának kihívásait három kérdéskörben lehet összefoglalni:

Összességében tehát az okozza az ellentmondást, hogy a nem nyilvános kereskedelmi szolgáltatásokat nyújtó és igénybe vevő piaci szereplők rövid távú magánérdekei (alacsonyabb tranzakciós költségek, jelentősen kedvezőbb ár a befektetőknek, stb) szemben állnak a piac egészének hosszabb távú (köz)érdekeivel, melyek szerint a hatékony áralakuláshoz és a befektetői bizalomhoz több információra lenne szükség.

A fentiek miatt tehát számos országban szükségesnek érezték a szabályozó hatóságok az érvényben lévő, korábban elhanyagolható, de napjainkra jelentős mennyiségű dark likviditással kapcsolatos szabályok felülvizsgálatát. A következőkben az európai és amerikai szabályozás főbb vonásait bemutatva világítok rá a dark poolokkal kapcsolatban felmerülő szabályozói dilemmákra.

Az Amerikai Egyesült Államokban az NMS (Nemzeti Piac Rendszere) Szabályozást 2005-ben vizsgálták felül és módosították, a dark poolok szabályozása szempontjából kiemelendő<sup>15</sup> a "610-es szabály", amely előírja, hogy a piaci szereplőknek fair és megkülönböztetésmentes hozzáférést kell biztosítani a különböző helyszínekhez és árakhoz. Ez a szabály az alternatív kereskedési helyszínekre (ATS) nem vonatkozik, kivéve ha az adott részvény forgalmának több mint öt százalékát bonyolítják. A SEC szerint nincs olyan alternatív helyszín, amely átlépné ezt a küszöbértéket. Az ATS-ek tehát a szabályozás értelmében működtethetnek nem nyilvános platformokat. Szintén a 610-es szabály teszi lehetővé, hogy az egyes piaci központokat a befektetők ún. privát hálózati kapcsolaton keresztül ériék el, azonban előírja, hogy ez nem történhet diszkriminatív módon. A védett jegyzésekhez való hozzáférést a befektetőktől a

- 
- az árképzésre gyakorolt hatás, ha jelentős mennyiségű a nem nyilvános ajánlat vagy a dark poolokban elhelyezett ajánlat (amely nem feltétlenül nyilvános)
  - a piac esetleges töredezettségének hatása a piaci információk árba való beépülésére valamint a likviditásra
  - a piaci integritásra gyakorolt befolyás (amely azzal kapcsolható össze, hogy nem mindenki férhet hozzá bizonyos piacokhoz és információkhoz (IOSCO [2010b])

<sup>15</sup> A "611-es szabály" az ajánlatokat védi, megszabja, hogy egy adott ügyletet a lehető legkedvezőbb áron kell végrehajtani. Ennek érdekében a különböző kereskedési platformokon elérhető árakat össze kell hasonlítani, és ha máshol kedvezőbb áron hajtható végre a tranzakció, akkor oda kell irányítani. Mivel a nem nyilvános helyszínek nem jelenítik meg áraikat, a dark poolokban kötött ügyletek nem részesülnek ebben a védelemben.

A "612-es szabály" az ún. sub-penny rule, amely elvileg megakadályozza, hogy egészen kismértékű árelőny révén bizonyos szereplők előnyökhöz jussanak, és túlságosan fragmentálódjon a piac.

A "601-es és 603-as szabályok" pedig az adatszolgáltatással kapcsolatban tartalmaznak újdonságokat.



platformok a szabályozás értelmében részvényenként maximum 0,003 dollárt kérhetnek. (CFA, [2012b]).

A legfőbb különbség az amerikai és európai szabályozási logika között, hogy míg az amerikaiak elkülönítik a tradicionális tőzsdéket (amelyekre szigorúbb szabályok vonatkoznak) az alternatív kereskedési helyszínektől (amelyeket brókereknek vagy kereskedőknek tekint és rájuk nézve kevésbé szigorú követelményeket érvényesít), addig az európaiak egyöntetűen MTF-ben gondolkodnak. Elvileg minden MTF-re ugyanazok a szabályok vonatkoznak (a dark poolokat üzemeltetőkre is), azonban bizonyos feltételek teljesülése esetén igényelhetnek mentességet a kereskedés előtti transzparencia-követelmények alól. (Boskovic-Cerruti-Noel, [2009]).

Mentesség alapja lehet nagyméretű (az átlagos piaci méretet jóval meghaladó) ügylet, referenciaáras ügylet, tárgyalásos úton rögzített (volumennel súlyozott átlagárú) ügylet valamint ajánlatkezelő rendszer-alapú mentesség is létezik (ezek tették lehetővé az ún. "jéghegy"-ajánlatokat a tradicionális tőzsdéken vagy MTF-eken). Ezekkel a mentességekkel szemben különféle aggályok merültek fel az elmúlt hét év során, többek között az, hogy az egyes tagországokban és piacokon inkonzisztens módon alkalmazták őket, amely negatívan hatott az árképzés folyamatára. (CESR, [2010]). A MIFID felülvizsgálata 2010-ben vette kezdetét, és egyik fő célja, hogy ezeket az inkonzisztenciákat ki lehessen küszöbölni. Egy másik jelentős célkitűzés, hogy a crossing network-ök is bekerüljenek a szabályozott helyszínek közé, hiszen az itt kötött ügyletek jelenleg teljes egészében OTC-ügyletnek minősülnek.

Bár Ausztráliában és Kanadában már érvényben van hasonló jellegű szabályozás, az öreg kontinensen felvetett, a dark kereskedelem mértékének 2016 végére esedékes maximalizálására irányuló javaslatok (a tervek szerint az egyes részvények napi összekereskedelmének maximum 8%-a történhet nem nyilvános helyszíneken, illetve egy adott részvény napi eladott mennyiségének maximum 4%-a mehet teljesedésbe egyetlen nem nyilvános helyszínen) erősen vitatottak.

Az Egyesült Államokban szintén a nem nyilvános kereskedelem korlátozását latolgatják a szabályalkotók: csak akkor tennék lehetővé egy ügylet nem nyilvános

helyszínen való végrehajtását, ha az alternatív kereskedési helyszín jelentősen kedvezőbb árat (hozzá price improvement) ajánl a befektető számára.<sup>16</sup>

Az IOSCO szerint tehát a szabályozók dark likviditással kapcsolatos legfőbb céljai a következő szempontok alapján csoportosíthatók:

- lehetőség szerint a minimálisra kell csökkenteni a dark poolok és nem nyilvános ajánlatok „megvilágított” piacokon zajló árképzésre való hatását
- az esetleges piaci töredezettség információs és likviditási hatását mérsékelni kell
- biztosítani kell, hogy a szabályalkotók hozzáférjenek a megfelelő információkhoz, amelyek a dark poolok működésének és a nem nyilvános ajánlatoknak az ellenőrzését lehetővé teszik
- biztosítani kell, hogy a befektetőknek elegendő információjuk van, hogy megértsék, hogyan kezelik és hajtják végre az ajánlatukat
- általánosságban is javítani kell a dark poolok és dark ajánlatok ellenőrzésén, hogy megfelelő szabályozói választ lehessen kialakítani (IOSCO [2010a])

Ha a fenti szempontok alapján esedékes korlátozások és változtatások életbe lépnek, az előnyösebb helyzetet teremt a tradicionális tőzsdék számára, amelyek a kereskedelem „visszaterelődésében” reménykednek. Természetesen a nem nyilvános helyszínek azért terjedtek el, mert egy létező piaci igényt elégítenek ki. Éppen ezért a tőzsdék maguk is létrehoztak dark poolokat, vagy együttműködést kezdeményeztek olyan piaci szereplőkkel, akik már rendelkeztek jól működő dark poolal. (Smout - Hutchison, [2014]). Arra az eshetőségre is készülnek, ha a pénzpiacokon valóban korlátozzák majd a dark kereskedelem mértékét: a londoni tőzsde például ún. „napközbeni aukció” bevezetését tervezi, amely az új szabályok betartásával az anonim kereskedéssel járó előnyök némelyikét ajánlaná a kereskedőknek.

---

<sup>16</sup> Mary Jo White, a SEC elnöke kifejtette a szigorúbb szabályozás okát: „A kutatási eredmények azt mutatják, hogy a nem nyilvános kereskedelem jelenlegi mértéke néha ronthatja a piacminőséget, többek között az árképzés hatékonyságát... A transzparencia az amerikai kötvénypiacok védjegye volt hosszú időn keresztül, és engem aggaszt ennek hiánya ezeken a nem nyilvános helyszíneken. A transzparencia az egyik elsődleges eszköz, amelyet a befektetők érdekeik védelmében használnak, azonban a befektetők nagyon keveset tudnak sok helyszínről, amely ajánlataikat kezeli. (Mary Jo White, [2014])

Az aukció idejére a normál kereskedést felfüggesztenék, az eladók és vevők megtehetnék ajánlataikat, és egy algoritmus határozná meg az árakat. Brian Schwieger, a londoni tőzsde tőkepiaci osztályának vezetője szerint a napközbeni aukció alternatívát nyújthat azok számára, akik nagyméretű ügyleteket szeretnének végrehajtani, de nincs hozzáférésük dark pool-hoz. (Cave, [2014])

## **6. Összegzés**

A nem nyilvános teljesítési helyszíneken a kereskedés előtti transzparenciakövetelmény alóli mentesség lehetővé teszi, hogy információkiszivárgás és jelentősebb piaci hatás nélkül is megvalósulhassanak a nagyobb méretű ügyletek (block trade).

Számos nem nyilvános platform létezik, a dolgotban azonban a szisztematikus internalizálókkal, crossing networkökkel csak érintőlegesen, míg a dark poolokkal részletesebben foglalkoztam. A dark poolok ügyletmérete napjainkra gyakorlatilag „tőzsdei” szintre süllyedt, miközben használatuk egyre szélesebb körben elterjedt (az ügyletszám folyamatosan nő). Az sem maradéktalanul jellemző ezekre a helyszínekre, hogy jelentősen kedvezőbb árat kínálnának a befektetőknek.

Azaz jelenleg nem azt a szerepet töltik be a piacon, amelyet a hatóságok eredetileg szántak számukra.

A nem nyilvános kereskedelem növekvő népszerűsége és a likviditás „elszivárgása” a tőzsdékről a jelenleg érvényes szabályok felülvizsgálatára készíti a szabályalkotókat. Ennek oka, hogy a túl nagy arányú (ennek mértékéről egyelőre szakmai vita folyik) dark kereskedelem negatív hatással van a hatékony árképzésre a „megvilágított” , tradicionális piacokon, valamint a bizonyos szolgáltatásokhoz való szponzorált hozzáférés szűkíti a potenciális befektetők körét, nem teljesül a diszkriminációmentes piaci részvétel.

A fenti dilemmák arra indították a szabályozó hatóságokat, hogy a nem nyilvános kereskedelem mértékét korlátozó és jellegét részletesebben előíró normák megvitatásáról tárgyaljanak. Mivel a dark kereskedelem válasz egy létező és jogos piaci

igényre, ezért a szabályalkotók célja nem teljes felszámolásuk, hanem túlzott használatuk visszaszorítása. Ez pedig jogos törekvés.

A közeljövőben tehát minden valószínűség szerint a nem nyilvános kereskedési formák visszaszorulására számíthatunk, és erre kell készülniük a piaci szereplőknek is.

## Bibliográfia

- Australian Securities & Investments Commission (“ASIC”), 2013, Report 331: Dark liquidity and high-frequency trading  
<http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byheadline/Dark-liquidity-and-high-frequency-trading-INFO-178?openDocument> (Letöltve 2014. június 20.)
- Banks, E. (2010) Dark Pools: The structure and future of Off-Exchange Trading and liquidity, Palgrave Macmillan
- Boskovic, Tanja- Cerruti, Caroline and Noel, Michael (2009): Comparing European and U.S. securities regulations: MiFID versus corresponding U.S. regulations, World Bank Working Paper Series No. 184.  
<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/978-0-8213-8253-0> (Letöltve: 2014. június 20.)
- Cave, Tim (2014): Five questions on LSE's new intra-day auction, Financial News,  
<http://www.efinancialnews.com/story/2014-03-20/five-things-on-lse-new-auction?ea9c8a2de0ee111045601ab04d673622> (Letöltve: 2014. június 27.)
- Celent Securities (2013): Dark pools: In the eye of the storm,  
<http://www.celent.com/reports/dark-pools-eye-storm> (Letöltve: 2014. június 27.)
- CESR (2010): Waivers from pre-trade transparency obligations under the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) – Updated -  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/09\\_324\\_Update\\_22102010.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/09_324_Update_22102010.pdf) (Letöltve: 2014. június 26.)
- CFA Institute (2012a) Magazine Nov/Dec 2012: Is “dark pool” trading hurting market quality?, pp.51-52. <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v23.n6.11> (Letöltve 2014. április 14.)
- CFA Institute (2012b): Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality, Codes, Standards, and Position Papers, October 2012, Vol. 2012, No. 5  
<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2012.n5.1> (Letöltve 2014. március 18.)

- Comerton-Forde, Carole - Putniņš, Tālis J. (2013): Dark trading and price discovery (November 19, 2013). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2183392> (Letöltve: 2014. április 14.)
- Concha, Julio - Fishler, Eran - Bar, Maarten - Fraenkel, Pieter (2011): Characteristics of different liquidity pools and their effect on execution, pp. 115-122. In: Algorithmic trading and smart order routing, 2011, Part 2: Execution strategies, The Trade Handbooks, The Trade Ltd.
- Curren, Rob (2008): Watch out for sharks in dark pools, The Wall Street Journal, August 19, 2008, p. c5. Available at WSJ Blogs
- Degryse, Hans - de Jong, Frank - van Kervel, Vincent (2014): The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality, (January 2014), TILEC Discussion Paper No. 2011-026. , <http://ssrn.com/abstract=1815025> (Letöltve: 2014. április 14.)
- De Peretti, Philippe - Tapiero, Oren J.(2014) : A GARCH analysis of dark-pool trades DRAFT,[http://hal-paris1.archives-ouvertes.fr/docs/00/98/48/34/PDF/A\\_GARCH\\_analysis\\_of\\_dark.pdf](http://hal-paris1.archives-ouvertes.fr/docs/00/98/48/34/PDF/A_GARCH_analysis_of_dark.pdf)(Letöltve:2014. április 14.)
- Fioravanti, S.F. – Gentile, M.: The impact of market fragmentation on European stock exchanges, CONSOB, July 2011, [file:///C:/Users/MTA/Downloads/qdf69en%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/MTA/Downloads/qdf69en%20(1).pdf) (Letöltve 2014. április 14.)
- Fishler, Eran (2011): Dark pools: Theory and practice, presentation delivered at Columbia University on 31 October, 2011, [http://ieor.columbia.edu/files/seasieor/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Fishler\\_E\\_FESeminar\\_Fa11.pdf](http://ieor.columbia.edu/files/seasieor/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Fishler_E_FESeminar_Fa11.pdf) (Letöltve: 2014. április 10.)
- IOSCO (2010a): IOSCO proposes regulatory oversight principles for dark liquidity, 27 October, 2010, <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS194.pdf> (Letöltve 2014. május 20.)
- IOSCO (2010b): Chapter 4: Regulatory concerns in issues raised by dark liquidity- Consultation Report, Technical Committee of the IOSCO, October, 2010,

- <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf> (Letöltve: 2014. május 20.)
- Kerkhoff, Matthew (2014): Dipping our toes into dark pools, excerpt of Richard Russell's Dow Theory Letters, <http://www.financialsense.com/contributors/matthew-kerkhoff/dipping-our-toes-into-dark-pools> (Letöltve: 2014.június 23.)
- Lengyel Judit- Réz Éva- Szép Olivér (2011): A tőkepiacok szabályozásának aktuális kérdései. Délkelet-Európa – South-East Europe International Relations Quarterly, Vol. 2. No. 7. (2011 ősz) pp 1-22.  
[http://bet.hu/data/cms166811/DKE\\_07\\_M\\_E\\_Lengyel\\_Rez\\_Szep.pdf](http://bet.hu/data/cms166811/DKE_07_M_E_Lengyel_Rez_Szep.pdf) (Letöltve: 2014. március 23.)
- Mamudi, Sam (2014): Dark pools - private stock trading vs. public exchanges, May 5, 2014, <http://www.bloomberg.com/quicktake/dark-pools/> (Letöltve: 2014. május 25.)
- McCrank, John (2013): Credit Suisse's crossfinder dark pool gets darker, Reuters UK Edition, Friday, April 19, 2013, <http://uk.reuters.com/article/2013/04/19/uk-darkpools-creditsuisse-idUKBRE93I16D20130419> (Letöltve :2014.június 23.)
- McCrank, John (2014): Dark markets may be more harmful than high-frequency trading, Reuters New York, Monday, April 7, 2014,  
<http://www.reuters.com/article/2014/04/07/us-markets-darkpools-analysis-idUSBREA3605M20140407> (Letöltve: 2014.június 23.)
- Portnoy, Kyle (2011): High frequency trading and the stock market: A look at the effects of trade volume on stock price changes, The Park Place Economist XIX (2011): pp. 69-75. Illinois Western University
- PSZÁF (2006a): Internalizáció, avagy a tőzsdekényszer megszűnése, konzultációs anyag, 2006. október, [http://www.bszsz.hu/mifid\\_anyag\\_internalization.pdf](http://www.bszsz.hu/mifid_anyag_internalization.pdf) (Letöltve: 2014. május 23.)
- PSZÁF (2006b): Hatékony legjobb teljesítés (best execution) a MiFID rezsimben, 2006. október, [http://www.bszsz.hu/mifid\\_anyag\\_bestexecution.pdf](http://www.bszsz.hu/mifid_anyag_bestexecution.pdf) (Letöltve: 2014. május 23.)

PSZÁF (2011): Éves Jelentés

[http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2371931/PSZAF\\_eves\\_jelentes\\_2011.pdf](http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2371931/PSZAF_eves_jelentes_2011.pdf)

(Letöltve: 2014. június 30.)

Ray, Arin- Easthope, David (2013): Dark pools: in the eye of the storm, Celent Securities,

<http://www.celent.com/reports/dark-pools-eye-storm> (Letöltve: 2014. július 3.)

Réz Éva (2011): Átalakuló piaci struktúra, Az új kereskedési technikák és helyszínek hatásai, Hitelintézeti Szemle, 2011, Tizedik évfolyam, 5. Szám,

[http://www.bankszovetseg.hu/wp-](http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/430_454_rez_eva.pdf)

[content/uploads/2012/10/430\\_454\\_rez\\_eva.pdf](http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2012/10/430_454_rez_eva.pdf) (Letöltve: 2014. március 23.)

Saraiya, Nigam and Mittal, Hitesh (2009): Understanding and avoiding adverse selection in dark pools, Investment Technology Group, [http://www.posit-](http://www.posit-alert.com/news_events/papers/AdverseSelectionDarkPools_113009F.pdf)

[alert.com/news\\_events/papers/AdverseSelectionDarkPools\\_113009F.pdf](http://www.posit-alert.com/news_events/papers/AdverseSelectionDarkPools_113009F.pdf) (Letöltve:

2014. április 10.)

SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) (2014): Trade execution,

<https://www.sec.gov/investor/pubs/tradexec.htm> (Letöltve : 2014. április 20.)

SEC (2013): Staff of the Division of Trading and Markets, U.S. Securities and Exchange Commission, "Equity Market Structure Literature Review, Part I: Market Fragmentation," at 7 (October 7, 2013) ("Fragmentation Literature Review")

<http://www.sec.gov/marketstructure/research/fragmentation-lit-review>

[100713.pdf](http://www.sec.gov/marketstructure/research/fragmentation-lit-review) (Letöltve: 2014. május 20.)

Smout, Alistair- Hutchison, Clare (2014): New rules help stock exchanges fight back against "dark pools", Reuters UK Edition, Friday April 4, 2014

[http://uk.reuters.com/article/2014/04/04/markets-exchanges-darkpools-](http://uk.reuters.com/article/2014/04/04/markets-exchanges-darkpools-idUKL5N0MW35320140404)

[idUKL5N0MW35320140404](http://uk.reuters.com/article/2014/04/04/markets-exchanges-darkpools-idUKL5N0MW35320140404) (Letöltve: 2014. május 15.)

Vahey, John – Oppenheimer, Lauren (2013): Dark pools: Fear of the dark, Third Way Publications, [http://issuu.com/thirdway/docs/third\\_way\\_report - dark\\_pools-](http://issuu.com/thirdway/docs/third_way_report_-_dark_pools-fear/5?e=2172540/4628890)

[fear/5?e=2172540/4628890](http://issuu.com/thirdway/docs/third_way_report_-_dark_pools-fear/5?e=2172540/4628890) (Letöltve 2014. június 12.)

Weaver, Daniel G.(2011): Internalization and market quality in a fragmented market structure (May 19, 2011) <http://ssrn.com/abstract=1846470> (Letöltve: 2014. április 10.)



White, Mary Joe (2014): Speech at Sandler O'Neill & Partners, L.P. Global Exchange and Brokerage Conference New York, N.Y., 5 June 2014,

<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370542004312#.U6CqGRYxHIK>

(Letöltve: 2014. június 12.)

Zhu, Haoxiang (2013): Do dark pools harm price discovery?, (November 16, 2013).

Forthcoming, Review of Financial Studies. <http://ssrn.com/abstract=1712173>

(Letöltve: 2014. április 10.)

Adatbázisok:

<http://thomsonreuters.com/monthly-market-share-reports/>

[http://www.batstrading.co.uk/market\\_data/market\\_share/market/](http://www.batstrading.co.uk/market_data/market_share/market/)

<http://www.if5.com/LiquidMetrix/Battlemap>

[www.lavatrading.com](http://www.lavatrading.com)