

## Hochfrequenzhandel

# Wünschenswerte Ausbeutung der Anleger?

Michael Rasch 30.10.2014,



Der Aktienhandel wird heute vielfach von "Robotern" betrieben (Bild: Imago)

**Anleger sind derzeit stets mit Hochfrequenzhändlern konfrontiert, die ihre Order ausbeuten. Dennoch könnte dies unter dem Strich attraktiv für Investoren sein. Die Analyse einer Zürcher Hedge-Funds-Firma.**

Der Vorgang ist intransparent und hinterhältig: Hochfrequenzhändler nutzen Schattenbörsen (auch Dark Pools genannt) als Signalgeber, um Aufträge anderer Marktteilnehmer zuerst auszuspähen und dann eine Art Front-Running zu betreiben. Auf dieses in diesen Spalten bereits beschriebene Phänomen, auf das ausserhalb der amerikanischen Finanzzirkel zuerst der Bestsellerautor Michael Lewis hinwies, sind längst auch die Aufsichtsbehörden aufmerksam geworden. Allerdings gibt es kaum Daten zu den Vorgängen. Zu den wenigen Marktteilnehmern, die sich ein Urteil erlauben können, gehören wohl Ivan Popovic und Nicholas Mirjolet vom Zürcher Hedge-Funds-Berater Tolomeo Capital, die in den letzten Wochen mehrere 10 000 Order ausgewertet haben.

### Modernes Front-Running

Ihre Analyse ist eindeutig: Heutzutage treffe jede Order auf Hochfrequenzhändler – egal, ob die Order von einem privaten oder institutionellen Marktteilnehmer komme. Dabei sei es auch unerheblich, ob man die Order an eine reguläre Börse, an einen der neuen alternativen Handelsplätze (MTF), an eine bankinterne Börse oder an einen Dark Pool gebe. Die Grafik, die den durchschnittlichen Verlauf einer typischen Verkaufsoffer zeigt, bestätigt das Phänomen, auf das auch der amerikanische Technologie-Anbieter für den Fluss von Marktdaten, Nanex, bereits gestossen ist. Bis zur hundertprozentigen Ausführung der Verkaufsoffer wird der von der Gegenseite angebotene Preis immer niedriger. Ist die Order komplett ausgeführt, schnappt der angebotene Preis sofort wieder zurück und wird teurer. Hochfrequenzhändler laufen also der Orderausführung voraus und verschlechtern so den Preis für den Verkäufer. Dabei ist der Verlust des Verkäufers jeweils der Gewinn des Hochfrequenzhändlers. Bei einer Kauforder würden die Kurse im Chart genau anders aussehen: Bis zur

Ausführung der Kauforder würde der Preis immer teurer, und nach der hundertprozentigen Ausführung würde sich der Preis der Aktie wieder verbilligen.

Der Grafik liegen etwa 20 000 Order über einen Zeitraum von drei Monaten zugrunde. Die Order umfassen Transaktionen mit Aktien, die zu den 1000 liquidesten Titeln an der New Yorker Börse (NYSE) oder der Nasdaq gehören. Die Transaktionsdauer einer Order bis zur kompletten Ausführung kann zwischen einer Sekunde und zehn Minuten gelegen haben. Die Kumulation sei wichtig, da man das Phänomen bei einem einzelnen Trade nicht erkennen könne, erklärt Popovic.

Der Effekt sei umso ausgeprägter, je grösser die Order sei, fügt Mirjolet an. Welcher Dark Pool für welchen Investor oder welche Handelsstrategie am günstigsten ist, lässt sich pauschal nicht sagen. Die Kosten seien jedoch auch an der Investors Exchange (IEX) nicht niedriger. Diese Börse gilt im Vergleich mit den Dark Pools von Banken wie Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs oder UBS als fair(er), da dort alle Marktteilnehmer mit der gleichen Geschwindigkeit handeln müssen. Auch bei Tolomeo Capital ist man erst nach und nach auf das Problem gestossen. Dann recherchierten die Hedge-Funds-Advisor intensiver und arbeiteten sich immer tiefer ins Thema ein. Trotz dem perfekten Raubzug, dem sich Hedge-Funds und andere institutionelle und private Marktteilnehmer seit Jahren ausgesetzt sehen, hält sich die Entrüstung bei den beiden Branchenexperten jedoch in Grenzen. Die Hochfrequenzhändler hätten nämlich enorm zu einer höheren Liquidität an den Börsen beigetragen, was sich in einer sehr engen Spanne von Ankaufs- und Verkaufspreisen von Aktien spiegle. Vor vielen Jahren haben Marktteilnehmer viel Geld dadurch verloren, dass die Spanne zwischen dem Kaufpreis und dem Verkaufspreis für eine Aktie relativ weit auseinanderlag. Heutzutage beträgt sie oft nur noch einen Basispunkt oder sogar weniger.

Trotz der Ausbeutung von Order durch Hochfrequenzhändler dürften unter dem Strich deshalb viele Marktteilnehmer besser dastehen als noch vor Jahren, als die Hochfrequenzhändler keine Rolle spielten. Auch das CFA Institute, eine Finanzanalytiker-Branchenorganisation, schätzt, dass Hochfrequenzhändler die Marktqualität verbessern. Dennoch bezeichnen Popovic und Mirjolet den Vorgang als hinterhältig, denn es mangle völlig an Transparenz. Zwar seien sowohl die Broker-Gebühren als auch die Geld/Brief-Spannen im Vergleich mit der Zeit vor rund zehn Jahren um 80% bis 90% gesunken. Dies entspricht in Bezug auf die Geld/Brief-Spanne auch den Erfahrungen der Deutschen Börse und anderer Börsenbetreiber. Doch nun fielen Kosten «durch die Hintertür an», ohne dass Marktteilnehmer darauf aufmerksam würden, sagt Popovic.

## **Kritik an den Brokern**

Tolomeo Capital ist es aufgrund eigener Nachforschungen gelungen, die Handelskosten innerhalb von zwei Jahren um etwa 50% zu senken. Die Firma ist auch ein sehr aktiver Trader: Mit einem verwalteten Vermögen von 35 Mio. Fr. erreicht Tolomeo einen jährlichen Handelsumsatz von etwa 6 Mrd. Fr. Zur Senkung der Kosten bedurfte es aber intensiver Nachforschungen und Nachfragen bei den Brokern.

Das defensive Verhalten vieler Broker bestätigen auch andere Marktteilnehmer. So heisst es von einem institutionellen Kunden, bei den Brokern erhalte man in der Regel erst einmal das schlechteste Angebot bzw. das für den Broker attraktivste. Man müsse stets nachfragen und drängeln, um den Gang der Orderausführung, die technisch Smart-Order-Routing genannt wird, zu verstehen und dann bessere Konditionen zu erhalten. Zwar werde man von den Brokern nicht belogen, doch von alleine würden sie einem in der Regel nicht helfen.