

# Welche Konsequenzen hat der Hochfrequenzhandel für Langfristanleger?

Prof. Dr. Lutz Johanning

WHU – Otto Beisheim School of Management, Vallendar



Unter Hochfrequenzhandel [High-Frequency-Trading (HFT)] wird üblicherweise ein vollautomatisierter Handel auf eigene Rechnung ohne menschliche Intervention unter Nutzung latenzminimierender Infrastruktur verstanden. Der HFT ist durch ein hohes Ordervolumen, sehr kurze Halteperioden und neutrale Positionen am Tagesende gekennzeichnet. Da der Hochfrequenzhandel im Verdacht steht, Anleger systematisch zu benachteiligen, werden wiederholt Stimmen laut, den HFT regulatorisch zu begrenzen. So wurde beispielsweise in Deutschland am 15. Mai 2013 das Hochfrequenzhandelsgesetz erlassen. Der Anteil des HFTs am Gesamthandel ist in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen. Einer Studie der European Securities and Markets Authority (ESMA) zufolge beträgt der Anteil des HFTs am gesamten Handelsvolumen liquider Aktien etwa 25%, wobei die Anzahl der Orders mit 58% am Gesamtordervolumen deutlich höher ist. Untersuchungen von Börsen, aber auch wissenschaftliche Analysen kommen ganz überwiegend zu dem Ergebnis, dass der HFT die Liquidität, gemessen als Geld-Brief-Spannen, sowie die Erneuerungskraft der Geld-Brief-Spannen im Anschluss an eine Transaktion deutlich verbessert. Die Gefahren des HFTs bestehen aber darin, dass die Technologie zur Marktmanipulation genutzt, die Effekte eines Flash Crashes beschleunigt (aber nicht hervorgerufen) und die Wahrscheinlichkeit eines Systemausfalls erhöht werden können.

Angesichts der durch HFT induzierten verbesserten Liquidität an den Märkten stellt sich die Frage, ob Langfristanleger wie Pensionsfonds von diesen Entwicklungen in Form gesunkener Handelskosten profitiert haben.

„Um vom High Frequency Trading zu profitieren, müssten institutionelle Anleger systematisch die Ausführung ihrer Orders analysieren

Sowohl die Analysen der Transaktionskosten für institutionelle Anleger als auch wissenschaftliche Untersuchungen kommen aber zum Ergebnis, dass sich die Transaktionskosten von institutionellen Anlegern durch den HFT nicht geändert, die Langfristanleger also offensichtlich nicht von der gestiegenen Liquidität profitiert haben. Dieser etwas überraschende Befund kann einerseits auf die mit dem HFT einhergehende höhere Informations-effizienz zurückgeführt werden. Für institutionelle Anleger wird es damit schwerer, ihre Anlagestrategien gewinnbringend umzusetzen. Tatsächlich ist festzustellen, dass – bei vergleichbaren Market-Impact-Werten von etwa 20 Basispunkten – die Aggressivität einer Order gemessen als

Partizipationsrate während der Ausführungszeit pro Minute heute etwa 4,5 Mal geringer ist als vor 15 Jahren. Andererseits profitieren Langfristanleger womöglich nicht von der gestiegenen Liquidität an den Märkten, da die HF-Händler selbst die Vorteile vereinnahmen. Auch dies ist festzustellen, denn der HFT ist offensichtlich hoch profitabel.

Um von den HFT-Vorteilen profitieren zu können, müssten institutionelle Anleger systematisch die Ausführung ihrer Orders im Detail analysieren. Neben der Messung der Market-Impact-Werte ist zu untersuchen, wie sich die Preise unmittelbar nach der Erteilung einer Order an den Broker verändern. So fällt beispielsweise auf, dass Orders mit einer starken Kursreaktion unmittelbar nach Ordererteilung auch mit einer hohen Wahrscheinlichkeit einen hohen Markt Impact aufweisen. Zudem kann analysiert werden, wie stark sich der Aktienkurs nach Ende der Orderausführung revidiert (Reversion). Kommt es zu einer starken Reversion, kann dies als Indiz für eine unvorteilhafte Orderausführung gewertet werden. Solche Detailanalysen erfordern eine Technologie zur Analyse und Auswertung hochfrequenter Transaktionen. Durch solche Analysen können Langfristanleger von den technologischen Entwicklungen des HFTs profitieren und damit systematisch ihre Transaktionskosten senken. Dies würde sich unmittelbar in einer verbesserten Performance der Kapitalanlagen niederschlagen.

## Inhalt 04 2015



### kommentare

#### Risiken im Spannungsfeld von Kapitalanlagen und Niedrigzins

Axel-Rainer Hoffmann, Vorstand der Volkswohl Bund Versicherungen

#### Konsequenzen des Hochfrequenzhandel für Langfristanleger

Prof. Dr. Lutz Johanning, WHU – Otto Beisheim School of Management

### artikel

#### Faktorbasierte Smart-Beta-Ansätze im Anleihenbereich

Markus Taubert und Peter Scharl, BlackRock/Arne Staal, iShares

#### Pension Asset Management zwischen Zinsdilemma und erweiterter Regulierung

Winfried Becker, BHF-Bank AG

Dr. Christoph Kind und Christian Storck, Frankfurt-Trust

#### Low-Risk-Strategien für den Aktienmarkt der Eurozone

Martin Efferz und Dr. Hans-Ulrich Templin, Helaba Invest

#### Senior Secured Loans versus High Yield Bonds

Alexandre Thierry und Jörg Schomburg, AXA Investment Managers

#### Schuldscheine als Anlageoption für institutionelle Anleger

Paul Kuhn und Lisa Marie Biller, Bayerische Landesbank

#### Performanceorientierte ESG-Integration

DR. AXEL HESSE, SD-M GmbH/Nord LB Asset Management AG

#### Alternative Anlageklassen: Fondsprodukte in Kapitalmarktformaten

Dr. Martin Krause UND Joachim Gözl, Norton Rose Fulbright LLP

### analyse Smart Beta – Intelligenteres Indexing?

drei fragen an Tanja Gharavi (CFA), Hamburger Pensionsverwaltung eG

Ja, ich möchte den Absolutreport 04 2015  
als kostenloses Leseexemplar anfordern.

Bitte senden oder faxen an:

info@absolut-report.de, 0049 (0)40 303779-15

Absolut Research GmbH

Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Pflichtangaben:

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail