

# Wehe, wenn sie losgelassen...



**Von Prof. Dr. Erwin W. Heri**  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel und  
am Swiss Finance Institute in Zürich

Einige mögen sich noch an die alten Börsenzeiten erinnern, als man am Ring die jeweilige Gegenpartei für einen Kundenauftrag suchte und das Geschäft dann gemeinsam abwickelte bzw. nach hinten ins Back Office schob, wo der technische Rest erledigt wurde. Und wenn sich gerade keine Gegenpartei fand, nahm man die Sache halt auf das eigene Buch, im Laufe des Tages würde dann schon jemand kommen und die Position abnehmen. Natürlich waren dies Arbeitsabläufe, die sich geradezu aufdrängten, durch elektronische Prozesse substituiert zu werden. Gesagt, getan. Der Ring wurde durch die elektronische Börse ersetzt und die Effizienz erhöhte sich um Potenzen. Die Grundsätze blieben aber ähnlich. Wenn keine Gegenpartei gefunden wurde – Liquidität nannte man das inzwischen – standen Banken oder sonstige Market Maker hin, und in kürzester Zeit wurde das Geschäft inklusive aller Back-Office-Geschichten effizient abgewickelt und abgerechnet. Schnelle und für jedermann transparente Prozesse. Inzwischen ist das alles natürlich noch einmal viel

moderner. Zwar haben neue Kapitalvorschriften die Banken praktisch aus dem Market Making verbannt, dafür haben wir heute Robo- und/oder Algo-Trader sowie Black Pools, in welche sich die Geld- und die Briefseite eines jeweiligen Geschäftes zurückziehen können, um die Sache zu richten. Ich weiss nicht genau, wie das mit der Liquidität dann dort vonstatten geht, aber auf jeden Fall muss man jetzt nicht mehr sekundenlang warten, bis ein Geschäft endlich abgewickelt ist. Das passiert inzwischen in zeitlichen Nano-Einheiten. Brave New World.

Was wollen wir uns auch Gedanken machen über strategische Asset Allocation, Timing oder gar die Zusammensetzung eines Aktienportfolios, wenn wir doch Robo-Advisors haben, die uns das alles abnehmen und über ausgetüfelte Algorithmen auch gerade noch in Nano-Sekunden exekutieren.

Ich hoffe, man spürt den zynischen Unterton.

Es ist nicht das erste Mal, dass ich mich hier kritisch zu Fragen wie Überdigitalisierung, Hochfrequenzhandel, Algorithmisierung und Robotisierung in der Geldanlage äussere (vgl. PRIVATE 3/2014). Einmal mehr sind die entsprechenden Probleme aber rund um das Theater mit der Abwertung des Yuan Mitte August evident geworden. Nicht allein die Tatsache, dass der Dow Jones innerhalb von Minuten nach Eröffnung 1'000 Punkte verloren hat (um am Ende des Tages im Plus zu schliessen); einzelne Börsenriesen wie Apple oder GE sind im Minuten-Rhythmus noch mehr in die Knie gegangen und einzelne ETFs – das Börsenanlagevehikel für jedermann – sind kurzfristig um mehr als 30% zusammengeschlagen worden. Nicht dass ich mich gegen Börsenkorrekturen wehren möchte. Auch nicht dagegen, dass Märkte weit stärker ausschlagen als die zugrundeliegenden Fundamentalwerte. Dies alles gehört zum Anlagegeschäft wie die Butter aufs Brot.

In neuester Zeit spielen sich aber durch Computerprogramme und Algorithmen initiierte Geschichten ab, die

schlichtweg niemand mehr versteht. Wir sind heute so weit, dass irgendwelche ausschliesslich analytisch denkenden Hochfrequenz-Techniker und Robo-Handels-Programmierer, die sich in keiner Art und Weise für irgendwelche grösseren Zusammenhänge interessieren, an irgendwelchen Maschinen und/oder Techniken herumturnen, die irgendeinmal Konsequenzen haben werden, die wir uns heute vielleicht noch gar nicht vorstellen können. Notabene geht es hierbei aber um unsere Vermögenswerte, unsere Unternehmen, die Basis unserer Wirtschaft, mit denen herumgespielt wird. Und kaum jemand schaut hin.

Um noch einmal auf den obigen Begriff der Liquidität zurückzukommen: Ein Crash an organisierten Märkten ist immer auch eine Liquiditäts-Panne. Potenzielle Verkäufer finden keine Käufer mehr. Wenn nun aber alle Algorithmen in den nächsten Sekunden auf die gleiche Seite programmiert sind und niemand mehr da ist, der «hinsteht» – eben für Liquidität sorgt –, dann können Löcher entstehen, die beliebig tief sind. Müssen wir solchem Treiben einfach zusehen bis irgendeinmal der finale Knall passiert, der dann wieder jahrelange Sanierungen nach sich zieht?

Verbieten? So einfach ist es nicht. Zurück ist nie eine Lösung. Wir sollten nicht vergessen, dass die neuen Vehikel in normalen Zeiten ja gerade die Liquidität liefern, die wegen des Rückzugs der Banken als Market Maker verschwunden ist.

Steuern? Wer ist schon für neue Steuern? Aber der Vorschlag, mit Hilfe einer Steuer «Sand ins Getriebe» einer unkontrollierten Kurzfristentwicklung der Finanzmärkte zu streuen, ist nicht neu. Kurzfristiges Traden hat eh mehr mit Glücksspiel als mit Wirtschaft und Geldanlage zu tun, und Lottogewinne muss man ja auch teilweise abführen. Mit anderen Worten: Wenn man beim kurzfristigen Rein und Raus an den Aktienbörsen mitspielen will, dann kostet der Spass halt etwas mehr.

[e.heri@fintool.ch](mailto:e.heri@fintool.ch) / [www.fintool.ch](http://www.fintool.ch)