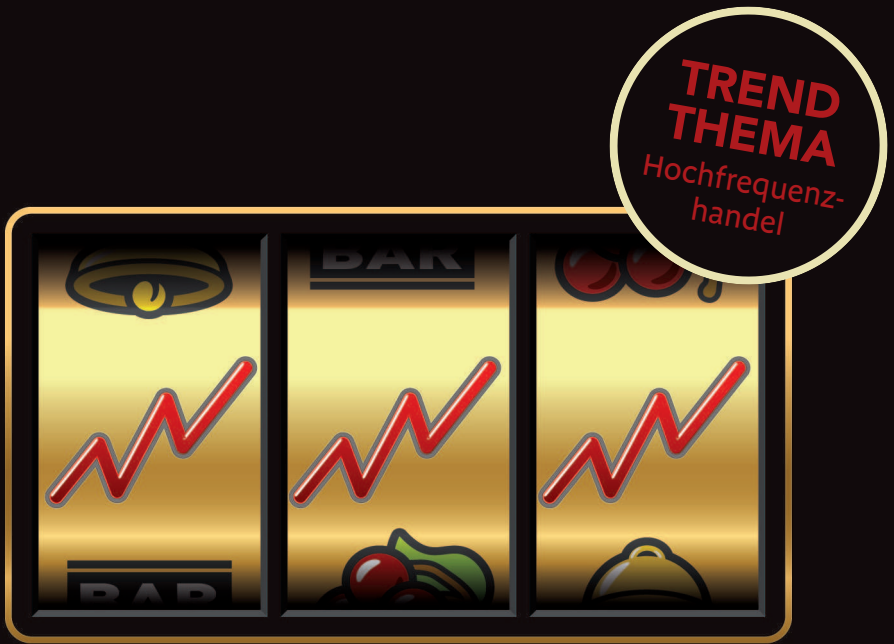


JIM MCTAGUE

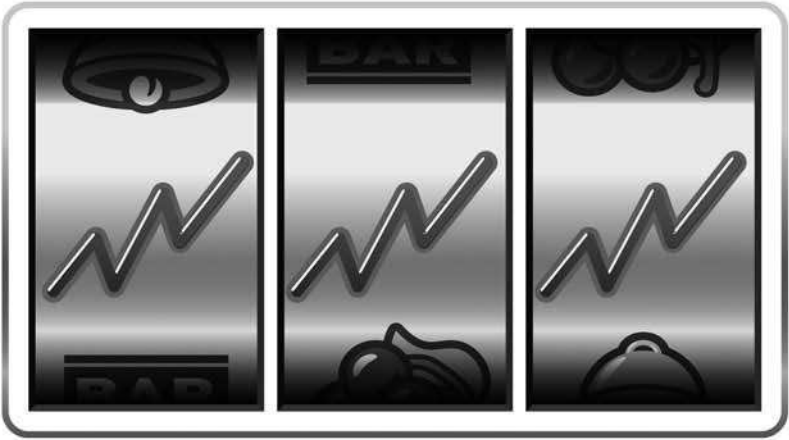


# GLÜCKSSPIEL BÖRSE?

Wie Hochfrequenz-Trader und überforderte Kontrolleure  
die Börse in ein Kasino verwandelt haben

BÖRSENBUCHVERLAG

JIM MCTAGUE



# GLÜCKSSPIEL BÖRSE?

Wie Hochfrequenz-Trader und überforderte Kontrolleure  
die Börse in ein Kasino verwandelt haben

BÖRSENBUCHVERLAG

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel  
Crapshoot Investing, ISBN 978-0-13-259968-9

Copyright der Originalausgabe 2011:

Authorized translation from the English language edition, entitled CRAPSHOOT INVESTING: HOW TECH-SAVVY TRADERS AND CLUELESS REGULATORS TURNED THE STOCK MARKET INTO A CASINO, 1st Edition by JIM MCTAGUE, published by Pearson Education, Inc., publishing as FT Press, Copyright © 2011 by Pearson Education, Inc.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

GERMAN language edition published by BÖRSEN MEDIEN AG, Copyright © 2012

Autorisierte Übersetzung der englischsprachigen Ausgabe mit dem Titel CRAPSHOOT INVESTING: HOW TECH-SAVVY TRADERS AND CLUELESS REGULATORS TURNED THE STOCK MARKET INTO A CASINO, 1. Auflage von JIM MCTAGUE, veröffentlicht von Pearson Education, Inc. im Verlag FT Press, Copyright © 2011 by Pearson Education, Inc.

Copyright der deutschen Ausgabe 2012:

© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller

Cover: Jürgen Hetz, denksportler Grafikmanufaktur

Gestaltung und Satz: Johanna Wack, Börsenmedien AG

Lektorat: Marion Reuter

Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-864700-42-2

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN  
AKTIEGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach

Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444

E-Mail: [buecher@boersenmedien.de](mailto:buecher@boersenmedien.de)

[www.boersenbuchverlag.de](http://www.boersenbuchverlag.de)

*Meiner Frau Rachel  
für ihr Verständnis, ihre Hilfe  
und Ermunterung*

# INHALT

<b>07</b>	Danksagungen
<b>09</b>	Einführung
<b>21</b>	Seltsame Zusammentreffen
<b>41</b>	Kein Markt wie früher
<b>57</b>	Reißerische Schlagzeilen
<b>67</b>	Zufällig Senator
<b>83</b>	Der Flash Crash
<b>109</b>	Angst und Schrecken
<b>115</b>	Das Paradebeispiel
<b>123</b>	Die Unfallermittlung
<b>129</b>	Der Ärger mit Mary und Gary
<b>139</b>	Der Weg in den Ruin
<b>149</b>	Erwischt!

<b>165</b>	Der Vorläufer
<b>177</b>	Die Geburt des Hochfrequenz-Tradings
<b>195</b>	Böse Genies?
<b>215</b>	Dreckige Schufte
<b>221</b>	Dark Pools
<b>227</b>	Volatilitätsschurken
<b>237</b>	Die Untersuchung
<b>249</b>	Die Wächter
<b>257</b>	Gezeitenwechsel
<b>267</b>	Die Briefbombe
<b>275</b>	Der Sündenbock
<b>285</b>	Die wahren Schuldigen
<b>295</b>	Investieren in einem von Haien heimgesuchten Markt



# DANKSAGUNGEN

*Ich möchte* meinem höchst bemerkenswerten College-Professor und lebenslangen Freund Francis Burch, S.J. danken, einem brillanten Wissenschaftler und Autor, der mich dazu ermunterte, Journalist und Schriftsteller zu werden.

Dieses Buch wurde nach einem engen Zeitplan geschrieben, weil es die Anlegeröffentlichkeit auf sehr wichtige Informationen aufmerksam machen soll. Ohne den Ansporn durch meine Kollegen bei *Barron's* hätte ich dieses Projekt nicht bewältigen können: Herausgeber und Präsident Edwin Finn, Managing Editor Richard Rescigno und Assistant Managing Editor Phil Roosevelt. Auch schulde ich meinem Bürokollegen Tom Donlan – Leitartikler und Verfasser mehrerer Bücher – für seine Vorschläge Dank, vor allem Harvey Houtkin betreffend.



Chris Anderson, einer der klügsten Männer der Wall Street, lieferte mir Erkenntnisse über die wechselhafte Natur des Aktienmarktes. Ken Safian, ebenfalls eine Wall-Street-Legende, verschaffte mir unschätzbare Erkenntnisse über den Hochfrequenz-Handel. Jamie Selway von Investment Technology Group LLC vermittelte mir Erkenntnisse über die Marktstruktur.

Will Ackworth von der Futures Industry Association teilte in überaus großzügiger Weise sein Wissen über die Geschichte der Rohstoffmärkte mit mir. Wayne Lee von der Nasdaq, Ray Pelecchia von der NYSE Euronext, John Heine von der Securities and Exchange Commission und Dan Chicone von TD Ameritrade halfen sehr bei der Herstellung von Kontakten mit Börsenexperten.

Außerdem möchte ich den vielen Anwälten, Regulierern und Tradern mit ihrem tief greifenden Hintergrundwissen danken, die mit mir über die Marktstruktur und den Hochfrequenz-Handel gesprochen haben.

Und schließlich spreche ich meiner Tochter Alex, die Patentanwältin ist, und Bob Schewd von WilmerHale, einem brillanten Literatur-Vertragsanwalt, dafür meinen Dank aus, dass sie mir bei meinen Verhandlungen mit dem Verlag geholfen haben.

# EINFÜHRUNG

*Der Aktienmarkt* hat sich zwar seit 2005 radikal verändert, aber viele Menschen begriffen das Ausmaß der tektonischen Verschiebung erst am 6. Mai 2010, als die großen Indizes innerhalb von zehn Minuten kollabierten. Plötzlich wurde der Öffentlichkeit klar, dass ein Ort, der eigentlich dafür gedacht war, Kapital effizient von Investoren in die vielversprechendsten Unternehmen zu leiten, so riskant geworden war wie ein Kasino in Las Vegas. Das vorliegende Buch ist die Geschichte wohlmeinender, aber katastrophal in die falsche Richtung wirkender Entscheidungen des Kongresses und der Wertpapier-Regulierer, die in der Vernichtung einer großartigen amerikanischen Institution und einer möglicherweise dauerhaften Schädigung der gesamten US Wirtschaft resultierten. Die Beseitigung dieses Chaos ist zwar zweifellos die

größte Herausforderung für die US-Politiker in den kommenden Jahren, doch das begreifen nur wenige von ihnen. Sie blicken immer noch auf die Kreditkrise von 2007 und 2008 zurück und sehen nicht die größere Bedrohung, die direkt vor ihren Augen liegt.

Kurz vor dem 6. Mai, im ersten Quartal 2010, ertönte für die traumatisierten Anleger an der Wall Street die Entwarnungssirene. Mit dem Aktienmarkt schien alles in Ordnung zu sein. Die großen Aktienindizes, die im März 2009 mitten in der turbulenten Großen Rezession 12-Jahres-Tiefs erreicht hatten, erholten sich bis zum gleichen Monat im nächsten Jahr wundersamerweise um 74 Prozent. Jetzt konnten die Anleger wieder auf die Erträge ihrer Altersvorsorgekonten schauen, ohne dass ihnen schlecht wurde. Das Vertrauen in den Aktienmarkt, das während der Markt-Kernschmelze der vorangegangenen zwei Jahre schwer erschüttert worden war, wurde wieder gestärkt. Im April 2010 begannen die Privatanleger, ihr Geld aus sicheren Häfen wie Gold, Rohstoffen und Staatsanleihen in Aktien und Investmentfonds umzuschichten – für die amerikanischen Unternehmen, die nach Geld hungerten, war das eine gute Nachricht. Dass die Anleger nach dem, was sie durchgemacht hatten, nervös waren – salopp gesagt tierisch nervös –, ist verständlich. Und der Aktienmarkt war trotz seines bemerkenswerten Comebacks nach wie vor ein Furcht einflößender Ort. Es bestand die Gefahr von Nachbeben – in Form wilder, unerklärlicher Preisausschläge des Dow Jones Industrial Average (DJIA) innerhalb von Stunden um 100 Punkte oder mehr. Vor dem Jahr 2008 waren solche dramatischen, volatilen Änderungen im Laufe eines Tages selten. Oft brauchte der DJIA Monate, um sich um 100 Punkte zu bewegen, nicht bloß einen halben Tag. Die Anleger hatten sich im Laufe der Jahre angewöhnt, ihre Ersparnisse auf lange Sicht am Aktienmarkt zu parken und relativ berechenbare Renditen zu erwarten, keine wilden, stündlichen Wendungen des Schicksals. Doch seit 2008 war der Markt radikal instabil geworden und in jenem

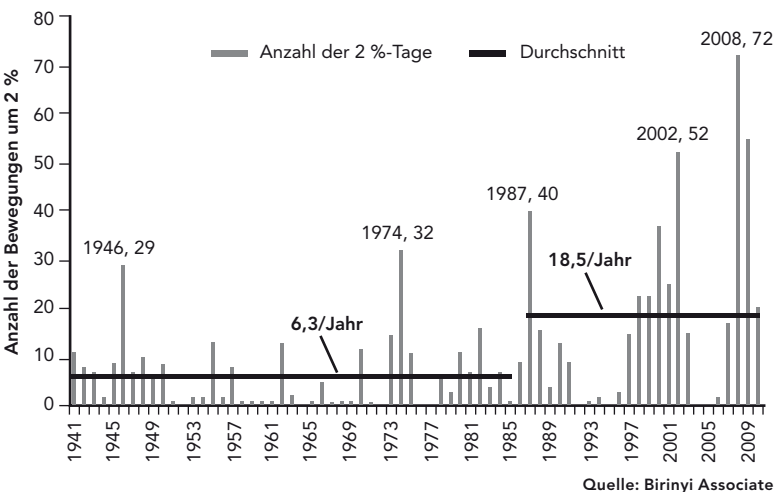
Jahr traten 15 der 20 größten Tagesschwankungen in der Geschichte des DJIA auf.<sup>1</sup> Die gesteigerte Volatilität schien die neue Normalität zu sein. Die gemessene Volatilität laut Chicago Board of Options Exchange SPX Volatility Index oder VIX war in den Jahren 2008 und 2009 stark erhöht.<sup>2</sup>

Eine Intraday-Bewegung des Standard & Poor's 500 Index (S&P 500) von drei Prozent gilt als ungewöhnlich groß. Laut der Aktienresearch-Firma Birinyi Associates gab es im Jahr 2008 genau 42 Tage mit Bewegungen um drei Prozent. Zum Vergleich: Im Jahr 2007 war es nur ein Tag und 2004 bis 2006 waren es null Tage (siehe Abbildung 1.1 auf Seite 12). Bewegungen über zwei Prozent sind signifikant. In den 1990er-Jahren gab es 149 Tage mit 2-Prozent-Bewegungen und von 2000 bis 2006 mit 131 fast genauso viele – was sich zum Teil durch die verheerenden Anschläge vom 11. September 2001 erklärt. Doch die Große Rezession, die 2007 begann, stellte diese anstrengende Periode mit 156 Tagen, an denen es Bewegungen um zwei Prozent gab, noch in den Schatten (siehe Abbildung 1.2 auf Seite 12).

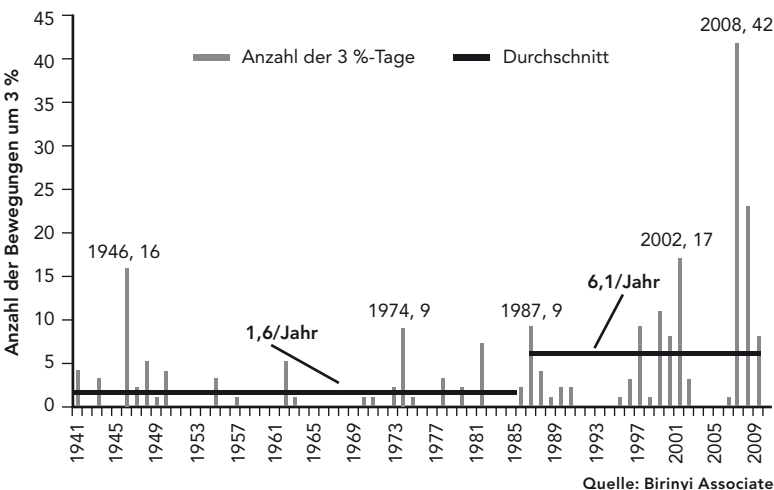
Besonders nervenaufreibend waren die Intraday-Schwankungen des Marktes an den 146 Handelstagen vom 1. Oktober 2008 bis zum 31. März 2009.<sup>3</sup> Der typische Kleinanleger investiert gleich morgens bei Markteröffnung. In diesen wilden Tagen fiel der Wert der frisch gekauften Aktien häufig bereits bis zum Handelsschluss um 16.00 Uhr New Yorker Zeit beträchtlich. Deshalb entledigten sich die Aktienanleger des „Kaufen und Halten“-Prinzips, das bis dahin gegolten hatte, und wurden extrem risikoscheu. Keine Negativmeldung wurde ignoriert. Keine gute Nachricht wurde unkritisch akzeptiert. Auch floss in den Aktienmarkt kein neues Geld.

„Das ist ein Markt nach dem Motto, zeig's mir“, so Robert Doll, Chef-Aktienstrategie bei BlackRock Inc. „Das Massaker von Ende 2008 und 2009 ist allen noch frisch im Gedächtnis. Deshalb herrscht die Mentalität, zuerst zu verkaufen und erst hinterher Fragen zu stellen.“<sup>4</sup>

**Abb. 1.1: Anzahl der Marktbewegungen um plus/minus zwei Prozent pro Jahr**



**Abb. 1.2: Anzahl der Tage mit Marktbewegungen um plus/minus drei Prozent pro Jahr**



Anfang 2010 waren die Anleger nicht nur erschöpft, sondern ausgelaugt. Die meisten hatten zugesehen, wie ihre Sparstrümpfe in den Jahren 2007 und 2008 um 30 bis 50 Prozent geschrumpft waren. Nur diejenigen, die die große Depression durchgemacht hatten, hatten jemals etwas so Erschreckendes erlebt. Natürlich hat es auch früher schon harte Zeiten gegeben, zum Beispiel 16 Monate lange Rezessionen in den 1970er- und 1980er-Jahren. Doch seit 1983 hatten die Aktien im Allgemeinen zugelegt. Sie hatten Jahr für Jahr zu den Anlagen mit der besten Performance gezählt. Aktien waren derart berechenbar geworden, dass die Menschen die Risiken vergaßen. Sie vergaßen, dass an der Börse Renditen nicht garantiert waren und dass der Markt nicht der rechte Ort war, um Geld zu versenken, dessen Verlust sie sich schlecht leisten konnten.

Nur wenige Menschen hatten den katastrophalen Kollaps der Hypothekemärkte vorausgesehen, der renommierte Investmentbanken wie Bear Stearns und Lehman Brothers ruinieren, eine Kreditknappheit auslösen und infolgedessen den Verlust von mehr als acht Millionen Arbeitsplätzen verursachen sollte, sodass die Zahl der Arbeitslosen auf 15 Millionen stieg. Unmittelbar vor dem Abschwung war die allgemeine Stimmung optimistisch. Die Konjunktur schien sich im Aufschwung zu befinden. Die Arbeitslosenquote betrug 4,7 Prozent und sie hatte sich 23 Monate in Folge unter fünf Prozent bewegt. Die Häuserpreise stiegen zusammen mit den Aktienkursen. Da die Hausbesitzerquote über 65 Prozent lag, fühlten sich die Menschen aufgrund dieses Wertzuwachses reich. Sie beliehen ihre Häuser, um sich Autos und Ferienhäuser zu kaufen. Sie sahen eine goldene Zukunft vor sich.

Am 9. Oktober 2007 hatte der DJIA ein Hoch von 14.164,53 Punkten erreicht. Am gleichen Tag hatte der S&P 500 ein Allzeithoch von 1.565,15 Punkten erreicht. Der beliebte Blogger Jon Markman von MSN MoneyCentral erfasste die narkoleptische Euphorie im Vorfeld der Rezession im Mai 2007 sehr gut, als er seinen Lesern garantierte, dass der DJIA noch wesentlich höher steigen würde. Er schrieb: „Wenn

nicht das Weltwirtschaftssystem völlig entgleist, sind 21.000 Punkte im Dow bis 2012 ausgemachte Sache. Und jeder, der sagt, dem wäre nicht so, der lebt in Nimmerland, wo die Kinder nie erwachsen werden, die Unternehmen nie Innovationen bringen, die Verbraucher nichts mehr kaufen und das gemütliche Eigenheim ein Atombunker ist.“ Es stellte sich heraus, dass dieser jugenhafte Sarkasmus der Wahrheit näher kam, als es sich Markman oder sonst jemand je hätte vorstellen können. Der Markt entgleiste tatsächlich. Im Jahr 2008 fiel der DJIA um 37,8 Prozent, was der schwerste Kursrutsch seit den 1930er-Jahren war. Der S&P 500 stürzte um 36,6 Prozent ab, was das drittschlechteste Jahr seit seinem Bestehen war, und der Nasdaq Composite tauchte um 40,5 Prozent ab. Und das war nur der erste Akt der Investment-Horrorshow. Ein Jahr nach dem Höhepunkt des Marktes – am 9. Oktober 2008 – schloss der DJIA bei 8.579,19 Punkten. Im Laufe des Jahres 2009 fiel er weiter und erreichte schließlich am 6. März 2009 mit einem Schlusskurs von 6.547,05 einen Boden – diesen Stand hatte er zum letzten Mal am 15. April 1997 gesehen. Milliarden Dollar an Ersparnissen waren ausradiert worden. Die Arbeitslosenquote betrug 8,6 Prozent – der höchste Stand seit 26 Jahren – und sollte noch vor Jahresende zehn Prozent erreichen.<sup>5</sup>

So lernte die Anlegeröffentlichkeit mit aller Heftigkeit neu, dass der Markt ein unbarmherziger Ort sein kann. Während der Großen Rezession boten nicht einmal stark diversifizierte Investmentfonds eine Zuflucht vor dem konjunkturellen Gewitter. Als Aktien, Anleihen und Immobilien im Gleichschritt fielen, funktionierte die Diversifizierung nicht mehr.

Besonders brutal war der Abschwung für die starke Bevölkerungsgruppe der Babyboomer gewesen, die sich mit ihren Pensions- und 401(k)-Plänen auf einen bequemen Ruhestand eingerichtet hatten. In jener Zeit hörte man oft den boshaften Scherz, aus ihren 401(k) seien 201(k) geworden.

Hektisch liquidierten die Babyboomer, was von ihrem Aktienbesitz noch übrig war, und verschoben den Erlös in die sichersten, berechenbarsten Anlagen, die zur Verfügung standen – unter anderem in Schatzpapiere, die inflationsbereinigt eine negative Rendite hatten. Um es mit den Worten sarkastischer Experten zu sagen: Diese Anleger strebten nur noch die Rückzahlung ihres Kapitals an, nicht mehr eine Rendite ihres Kapitals.

Die Erholung der Börse im März 2009 kam überraschend. Es gab keinen fundamentalen Grund dafür, dass die Bullen losrannten. Tatsächlich waren ihre Käufe ein Vorbote dafür, dass die Rezession drei Monate später endete.

Die Frage, wie eine etwaige Erholung wirklich aussehen würde, gab Anlass zu intensiven Debatten zwischen Bullen, Bären und Super-Bären – und zwar schon, als viele noch nicht begriffen hatten, dass die Rezession vorbei war. Die optimistischen Volkswirte – und Optimisten gab es unter den Volkswirten nicht viele – sagten eine V-förmige konjunkturelle Wiederbelebung voraus. Das sollte bedeuten, dass die Wirtschaftstätigkeit genauso schnell wieder anziehen würde, wie sie in den Jahren 2007 und 2008 während der Kredit- und Immobilienkrise abgesackt war. Ihrer Ansicht nach spiegelte die Börsenrallye diesen Ausgang wider und somit verhielt sich die Börse rational, als sie wie ein gigantischer Ball wieder nach oben hüpfte.

Die vorherrschende Ansicht war aber pessimistisch. Dieses breite Lager behauptete, die Erholung würde U-förmig ausfallen, wobei in den ersten Jahren des nächsten Jahrzehnts das Bruttoinlandsprodukt (BIP) nur langsam wachsen und die Arbeitslosigkeit hoch sein würde. Nach der Meinung dieser Menschen war der Optimismus der Märkte verfrüht und das Ergebnis von Wunschdenken, nicht von soliden Gewinnen. In diesem finsternen Völkchen herrschte der Verdacht, die Banken und die Firmen von der Wall Street hätten die Aktienkurse dadurch in die Höhe getrieben, dass sie untereinander hin und her



gehandelt hätten.<sup>6</sup> Dank dieser Aktivitäten hätten ihre beträchtlichen Barreserven, die sie wegen der konjunkturellen Bedingungen nur ungern ausliehen, höhere Renditen gebracht. Außerdem hätte dies ihre Kapitalstöcke in die Höhe getrieben.

Eine dritte, extrem bearishe Gruppe von Volkswirten sagte voraus, die Konjunktur würde ins Stottern geraten und im Verlauf des Jahres 2010 würde der Konjunkturmotor abgewürgt, weil die Dollars aus den Konjunkturpaketen versiegen würden – ein Phänomen, das sie als Double-Dip-Rezession bezeichnete. Manche dieser Volkswirte sagten, der zweite Abschnitt des konjunkturellen Rückgangs könnte das Land in eine Depression herabziehen.

Die endlose Debatte zwischen Volkswirten und Börsengurus, die fast täglich in den Wirtschaftsteilen der Zeitungen ausgetragen wurde, steigerte noch die Schreckhaftigkeit der Anleger. Und doch krochen viele von ihnen im April in den Markt zurück, weil die Angst übermächtig war, sie könnten die Hausse nach der Rezession verpassen, die es ihnen ermöglichen würde, ihre Verluste der Jahre 2007 und 2008 hinter sich zu lassen. Sie mussten dringend ihre Ersparnisse wieder hereinholen. Und sie erinnerten sich an Erzählungen ihrer Großväter von der Großen Depression und davon, dass Anleger ein Vermögen gemacht hatten, als sie sich nach dem Crash wieder in den Markt gestürzt hatten. Doch aufgrund ihrer nervlichen Verfassung würde es keinen großen Schrecken brauchen, um sie wieder eilig an den Spielfeldrand flüchten zu lassen.

Schneller Vorlauf zum 6. Mai 2010, einem Tag mit nervenaufreibenden Schlagzeilen: Die Bürger des beinahe bankrotten Griechenlands machten Krawalle und ließen Zweifel an der Zukunft des Euros aufkommen. In Großbritannien fand eine Wahl statt, die wesentliche Auswirkungen auf seine Wirtschaftsaussichten haben sollte. Millionen Gallonen Rohöl sprudelten aus einem gebohrten Bohrkopf von BP, fast eine Meile unter der Meeresoberfläche im Golf von Mexiko,

wodurch unsagbare Schädigungen eines der herrlichsten Meeresbiotope der Welt und eine Katastrophe für die Tourismus- und Fischereibranche in mindestens vier Bundesstaaten drohten. Der DJIA, der noch drei Tage zuvor auf 11.151,83 Punkten gestanden hatte, schloss am 5. April bei 10.868,12 Punkten. Diejenigen Anleger, die in den Markt zurückgekrrochen waren, machten sich Sorgen und begannen, einige Gewinne mitzunehmen, weil ihnen das klug erschien. Einige Kommentatoren sagten voraus, die Ereignisse in Europa könnten die Weltwirtschaft wieder in eine Rezession kippen lassen.

Und dann ereignete sich um 14:30 Uhr New Yorker Zeit eine der bizarrsten und mysteriösesten Kernschmelzen in der Börsengeschichte – ein Ereignis, das später als Flash Crash bekannt werden sollte.<sup>7</sup> Der DJIA sackte in zehn Minuten um mehr als 700 Punkte ab – das war der größte Tagessturz aller Zeiten. Und dann, in den nächsten zehn Minuten, begann er, sich wieder zu erholen. Die Schnelligkeit, mit der dieses Ereignis stattfand, war ebenso verblüffend wie alarmierend. Es hatte schon öfter Abstürze innerhalb eines Tages gegeben, am bekanntesten war der Schwarze Montag im Oktober 1987. Aber angeblich hatten die Regulierer die Märkte nach diesem atemberaubenden Ereignis „repariert“, sodass etwas Ähnliches nie wieder passieren konnte. Dieser unverschämte 6. Mai zeigte den Anlegern, dass die Volatilität des Kapitalmarkts explosiv geworden war und dass sie innerhalb von Sekunden ausgelöscht werden konnten. Außerdem kam der Verdacht auf, dieses Ereignis sei von einer neuen Sorte Marktteilnehmer – den sogenannten Hochfrequenz-Tradern – bewusst hervorgerufen worden. Diese technisch versierten Händler ließen eine neue Generation von Computern gegen menschliche Anleger antreten, wobei anscheinend immer die Maschinen gewannen.

Manche von den Physikern und Mathematikern, welche die exotischen synthetischen Hypothekenscheine konstruiert hatten, die in den Jahren 2007 und 2008 die Märkte der Welt in Schutt und Asche gelegt

hatten, betrieben inzwischen Daytrading mit Millionen Aktien – sie hielten sie zwei Minuten lang oder noch kürzer, um einen Cent hier und einen halben Cent da zu verdienen, was sich am Ende des Tages auf richtiges Geld summierte. Statistiken zeigten, dass schätzungsweise 73 Prozent aller Aktiengeschäfte in den Vereinigten Staaten von Hochfrequenz-Tradern gemacht wurden, die ihre Orders innerhalb von Millisekunden ausführen konnten.<sup>8</sup>

Sie zogen aus der Volatilität, die langfristigen Anlegern ein Dorn im Auge ist, großen Gewinn. Und es kam der Verdacht auf, dass die Hochfrequenz-Händler irgendwie hinter den extremen Intraday-Bewegungen standen, indem sie ihre überlegene Technik und ihre Algorithmen einsetzten, um Aktienkurse zu manipulieren. Noch irritierender war, dass die Börsen diesen Tradern unfaire Vorteile verkauften. Wie in einer Reality-Version von *Der Clou* kannten die Hochfrequenz-Trader die Preise von Aktien und die Marktrichtung schon, bevor die Zahlen an den *Ticker* übermittelt wurden – den konsolidierten Datenbestand, der die Informationen an die Öffentlichkeit liefert. Daher ist es kaum ein Wunder, dass die Privatanleger sofort nach dem Flash Crash ihr Geld nahmen und eilig aus dem Aktienmarkt ausstiegen. Einige kehrten zu den Anleihen zurück. Private Daytrader, die in jeder Sitzung Dutzende Male Aktien kauften und verkauften, verlagerten ihren Schwerpunkt auf die Rohstoffmärkte, weil sie sich dachten, wenn der Aktienmarkt schon so riskant wie die Schweinebauchbörse geworden war, dann könnten sie gleich an die CME gehen, die frühere Commodities Mercantile Exchange, an der die Einschusskredite und die Steuern attraktiver waren, und mit den dortigen Futures auf Aktienindizes arbeiten. Diesen Wechsel vollzogen derart viele private Daytrader, dass Ameritrade anfang, neue Rohstoff-Dienstleistungen anzubieten, die speziell auf sie abzielten. Das war der robusteste Wachstumsbereich der Firma.

„Wir sehen jetzt ständig Dinge, die wir vor sechs Monaten noch nicht gesehen haben“, sagte Chris Nagy, der für das Order-Routing zuständige

Managing Director von Ameritrade, im September 2010 in einem Interview. Außerdem bemerkte er: „Private Trader, die manchmal als Aktienmarkt-Specialists agierten, sagten: ‚Dieser Markt ist nicht fair.‘“

Und die meisten Kleinanleger verharrten den Herbst über am Spielfeldrand, weil die Volatilität im Kielwasser des Flash Crashes ausgeprägter zu sein schien. Der Volkswirt Ed Yardeni fing die Stimmung der Privatanleger perfekt ein, als er in seinem Newsletter vom 5. August 2010 schrieb: „Der Aktienmarkt weist seit einigen Monaten manisch-depressive Symptome auf, heftige Stimmungsschwankungen von der Manie zur Depression und wieder zurück. Seit seinem Höhepunkt am 23. April bis gestern ist der S&P 500 an 38 Tagen gefallen und an 33 Tagen gestiegen. An den Verlusttagen hat er satte 527 Punkte abgegeben. An den Gewinntagen hat er 437 Punkte zugelegt. Der DJIA hat im gleichen Zeitraum an den 37 Verlusttagen 4.231 Punkte abgegeben und an den 34 Gewinntagen insgesamt 3.708 Punkte zugelegt. Diese große Unruhe mit so wenig Bewegung in die eine oder andere Richtung hat eine Menge emotionale Schwankungen zwischen bearish und bullish erzeugt, wovon die meisten Anleger erschöpft sind.“

Tatsächlich sollten die Märkte nie wieder die alten sein. Wohlmeinende Regulierer und Gesetzgeber hatten sich im Laufe der Jahre in die Struktur des Marktes eingemischt und unabsichtlich das, was als nationaler Schatz gegolten hatte, in ein Kasino verwandelt, das von unberechenbaren Hochgeschwindigkeits-Computern beherrscht wurde. Der Flash Crash war ein Symptom des Chaos, das sie angerichtet hatten.

Dieses Buch erzählt die wahre Geschichte des Flash Crash und seiner Ursachen – eine Geschichte, die Sie in den offiziellen staatlichen Berichten nicht finden werden. Es beschreibt, wie der Kongress und die Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) ab Anfang der 1970er-Jahre am Aktienmarkt Gott gespielt und sich aufgemacht haben, ein Paradies für langfristige Anleger zu schaffen – den Markt dabei aber unabsichtlich in ein finanzielles Fegefeuer verwandelt haben.

Geblendet von ihrer Überzeugung, die Automatisierung würde die Märkte gerechter und effizienter machen, ruinierten sie eine der besten Kapitalverteilungs- und Arbeitsplatzschaffungs-Maschinen der Welt und verwandelten sie in eine wilde Spielwiese für Algorithmus-Trader. Die Börsengänge neuer dynamischer Unternehmen sind so gut wie verschwunden. Das Kapital – das Lebensblut der Wirtschaft – fließt in weniger produktive Vermögenswerte, zum Beispiel in Staatsanleihen, Edelmetalle und Drittweltländer [mit Letzterem meint der Autor wohl: „weniger produktiv für die *Vereinigten Staaten von Amerika*“, Anm. d. Ü.]. Und die Anleger warten weiterhin am Spielfeldrand ab, weil der Markt jetzt gewissermaßen ein Würfelspiel ist.

- 1) Historische Index-Zahlen, *The Wall Street Journal* online (2. Juli 2010).
- 2) Stabsberichte der CFTC und der SEC an das Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, „Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010“, Washington, DC (2010), S. 12–13.
- 3) Kownatzki, Clemens: „Here’s Why You Are Getting Sick from the Markets“, in: *Clemens Kownatzki’s Instablog*, <http://seekingalpha.com/author/clemens-kownatzki/instablog>.
- 4) Lauricella, Tom: „Dow Slides 10% in a Volatile Quarter“, in: *The Wall Street Journal*, 1. Juli 2010.
- 5) Laut Bureau of Labor Statistics belief sich die Arbeitslosigkeit im Oktober 1983 auf 8,8 Prozent.
- 6) Tremblay, Rodrigue: „The Great Fed-Financed Dollar Decline and Stock Market Rally of 2009“, <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=14350>.
- 7) Alle Zeitangaben in Eastern Daylight Time (EDT).
- 8) Iati, Robert, Adam Sussman und Larry Tabb: „US Equity High-Frequency Trading, Strategies, Sizing, and Market Structure“, VO:023, September 2009 ([www.tablsgroup.com](http://www.tablsgroup.com)), S. 14.

# 1.

## SELTSAME ZUSAMMENTREFFEN

*Ab 2007* fielen zwei langjährigen Aktienhändlern namens Sal Arnuk und Joseph Saluzzi einige sonderbar irritierende Preisbewegungen an den Aktienmärkten auf, als sie an ihren Bildschirmen in einem kleinen Handelsraum im ruhigen Chatham im Bundesstaat New Jersey Kunden-Trades beobachteten. Wenn sie an gewissen Börsen zum Geldkurs verkaufen wollten, verschwand plötzlich der Kurs und augenblicklich erschien an seiner Stelle ein niedrigerer Geldkurs. Es war, als würde eine unsichtbare böartige Kraft versuchen, die Trader tückisch dazu zu verleiten, dass sie der Aktie entlang der Kursleiter nach oben oder unten nachliefen. So etwas hatten sie noch nie

gesehen. Diese geisterhafte Präsenz war so unglaublich schnell, dass die Trader absolut keine Chance hatten, das Spiel jemals zu gewinnen. Die Karten waren zu ihren Ungunsten gemischt. Wenn sie den Köder geschluckt hätten, hätten sie am Ende immer mehr bezahlt oder weniger bekommen, als der konsolidierte Börsenticker anfänglich angegeben hatte.

Die Preissprünge verschlimmerten sich. Es war Arnuks und Saluzzis Beruf, die besten Ausführungspreise für große Aktienorders im Auftrag ihrer institutionellen Kunden zu bekommen. Dazu gehörten auch große Fondsverwaltungen wie INVESCO. Jemand bedrohte ihren Broterwerb. Ihre Firma – Themis Trading LLC – war nach einer griechischen Göttin benannt, die Gerechtigkeit und Vertrauen verkörperte.<sup>1</sup> Jemand versuchte fast unmerklich, dem Markt diese beiden Eigenschaften zu entwenden, und das brachte ihr Blut zum Kochen. Außerdem fragten sie sich, wie der Mistkerl das machte.

Die Aktienpakete, mit denen Arnuk und Saluzzi arbeiteten, waren keine Peanuts. Die Mengen bewegten sich häufig zwischen 300.000 und zwei Millionen Stücken. Die Transaktionen mussten behutsam durchgeführt werden, um zu vermeiden, dass Informationen durchsickerten, die Marktungleichgewichte verursachen und so die Transaktionskosten des Unternehmens erhöhen könnten. Der Aktienmarkt hatte schon immer Beutegreifern ein Biotop geboten, die Schwächen und strukturelle Ineffizienzen ausnutzten. Wenn man diesen kaltblütigen Tradern nicht auswich, hatte man ungefähr so viele Chancen wie eine Sardine im Haifischbecken. Das war ein unaufhörliches Versteckspiel. Die Raubtiere sondierten stets neue Schwächen. Wenn sie zum Beispiel gerüchteweise erfuhren, dass ein Verkäufer einen riesigen Aktienbestand loswerden musste, shorteten sie die Aktie, wodurch sie den Preis drückten und der Institution wertvolles Geld abknöpften. Wenn sie erfuhren, dass ein Investmentfonds oder ein Pensionsfonds versuchte, eine große Aktienposition zu akkumulieren,

kamen sie der Order zuvor (sie betrieben „Front Running“), indem sie die Aktien vor dem Großkäufer aufkauften und sie ihm dann für einen oder zwei Cent mehr verkauften, als er hätte bezahlen müssen, wenn seine Absichten geheim geblieben wären.

Um solchen Raubzügen zu entgehen, setzten gewiefte Trader wie Arnuk und Saluzzi zahlreiche Strategien ein, mit denen sie sowohl ihre Identität als auch ihre Ordergrößen tarnten. Wenn ein großer Investmentfonds mehrere Hunderttausend Aktien verkaufen wollte, um die Zusammensetzung seines Portfolios auszugleichen, konnte er einen vertrauenswürdigen Broker als Vermittler einsetzen, der eine andere Institution ähnlicher Größe ortete, die seine Position zu einem ausgehandelten Preis kaufte. Das lief alles unter der Hand. Plappermäuler waren aus solchen Arrangements ausgeschlossen.

Wenn keine große Gegenpartei gefunden werden konnte, übertrugen die Händler einen Teil der Order vielleicht an einen sogenannten *Dark Pool*, einen Ort, an dem Paket-Trader ihre Kauf- und Verkaufsorders anonym aufgeben und hoffen, dass wenigstens ein Teil davon ausgeführt wird. Manche Dark Pools waren exklusiv. Von den Teilnehmern wurde erwartet, dass sie fair und ehrlich waren. Jeglicher Verstoß konnte zur sofortigen Sperre oder gar zum dauerhaften Ausschluss führen. Da die Kauf- und Verkaufsgebote in den Dark Pools nicht am öffentlichen oder „hellen“ Markt bekannt gegeben wurden, wirkten sie sich nicht auf die konsolidierten Kursangaben aus. Die öffentlichen Märkte hatten also so lange keine Ahnung, dass ein Verkäufer nach Käufern suchte oder umgekehrt, bis die Aktie tatsächlich verkauft und gekauft wurde. Dann ging der Ausführungspreis in den *konsolidierten Ticker* ein – die Zahlenangaben, die bei CNBC unten durch den Bildschirm laufen.

Für den Verkauf der restlichen Aktien griff der Fonds häufig auf automatisierte Trading-Programme zurück. Diese teilten das Paket in kleinere Orders auf, die dann an mehrere „helle“ Börsen geschickt



wurden. Dabei wurden Größe und Häufigkeit der Orders von Algorithmen bestimmt, die den Preis, das Volumen und die Zeitparameter der Transaktion berücksichtigten. Und schließlich nahmen die Fonds und Institutionen die Hilfe menschlicher Trader wie Arnuk und Saluzzi in Anspruch, die Listen anwendeten, um den Beutegreifern zu entgehen.

Jede dieser Methoden hatte ihre Achillesferse. Zum Beispiel gab es in den Dark Pools Limits für die Ordergröße. Und es konnte vorkommen, dass die Algorithmen, mit denen große Orders zerteilt und zerhackt wurden, von einem Beutegreifer innerhalb von Millisekunden analysiert und von einem schnelleren, ausgefilterten Gegenalgorithmus überholt wurden, der der Order automatisch zuvorkam. Auf ein Jahr gerechnet kann ein Vorsprung eines Hochfrequenz-Traders gegenüber den institutionellen Tradern von einer Millisekunde 100 Millionen Dollar wert sein.<sup>2</sup>

Die merkwürdigen Vorgänge, die Arnuk und Saluzzi registriert hatten, bewegten sich jedoch auf einem viel höheren Niveau als die üblichen Fallstricke, mit denen Trader konfrontiert waren. Dieses Flackern der Preise war derart radikal, dass es war, als würde unter den Doppeldeckern des Ersten Weltkriegs plötzlich eine Staffel Tornados auftauchen. Ironischerweise war dieses Phänomen etwa zu der Zeit aufgetaucht, als die US-Börsenaufsicht SEC die Regulation NMS (National Market System) eingeführt hatte – eine umfassende Reform, die darauf abzielte, den Wettbewerb zwischen den Börsen zu verstärken und dadurch sowohl die Kosten für die Kunden zu senken als auch den Aktienmarkt für langfristige Anleger freundlicher zu gestalten. Diese Regulierungsvorschrift, die der Kongress bereits 1975 verlangt hatte, war von der SEC 30 Jahre später, im Jahr 2005, endlich formuliert und zwei Jahre später in Kraft gesetzt worden. Da bestand ganz klar eine Verbindung. Fasziniert und irritiert beschlossen die beiden Händler, der Sache nachzugehen.