

Kommentar zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)“

11. Januar 2013

Das Deutsche Aktieninstitut dankt für die Gelegenheit, den Gesetzentwurf aus Sicht der kapitalmarktorientierten Unternehmen zu kommentieren, die die Börse zu Finanzierungszwecken nutzen.

Die Börse ist ein wichtiges Vehikel der Investitionsfinanzierung. Ihre Funktionsfähigkeit ist elementar für den Erhalt und den Aufbau von Beschäftigung. Dies gilt nicht nur für große Unternehmen. Auch mittelgroße Unternehmen diversifizieren ihre Finanzierung immer stärker, um eine zu große Abhängigkeit von einzelnen Finanzierungsquellen, insbesondere dem traditionellen Hausbankkredit, zu vermeiden. In Frage kommen dabei auch Kapitalmarktfinanzierungen wie ein Börsengang durch die Emission von Aktien. Die Effizienz und die Integrität des organisierten Börsenhandels als Sekundärmarkt sind dabei Grundvoraussetzungen für die Bereitschaft der Unternehmen, an die Börse zu gehen und am Primärmarkt Kapital aufzunehmen.

Vor diesem Hintergrund nimmt das Deutsche Aktieninstitut zum Regierungsentwurf zur Regulierung des Hochfrequenzhandels wie folgt Stellung:

- Es ist ein weit verbreitetes Missverständnis, kurzfristig orientierte Marktteilnehmer wie Hochfrequenzhändler grundsätzlich als schädlich anzusehen. Diese Auffassung ignoriert die liquiditätsspendende Funktion des Hochfrequenzhandels, der die Effizienz des Sekundärmarktes an den Börsen erhöht. Das geplante Erfordernis einer KWG-Erlaubnis für Hochfrequenzhändler ist daher nicht sachgerecht. Im Extremfall wird dies zu einer massiven Abwanderung des Hochfrequenzhandels auf andere Finanzplätze führen;
- Marktmissbräuchliche Handelspraktiken durch den Hochfrequenzhandel müssen durch eine verhältnismäßige Regulierung unterbunden werden. Eine Ausweitung der Marktmissbrauchs-Konkretisierungsverordnung ist daher sinnvoll. Die Beschränkung des Order-Transaktions-Verhältnisses darf hingegen nicht die liquiditätsspendende Funktion des Hochfrequenzhandels schwächen;
- Die Funktionsfähigkeit der Marktinfrastruktur an den organisierten Handelsplätzen darf nicht durch den Hochfrequenzhandel gefährdet werden. Maßnahmen wie Volatilitätsunterbrechungen begrüßt das Deutsche Aktieninstitut nachdrücklich.

1. Liquidität am Sekundärmarkt nicht beeinträchtigen

Die Liquidität eines Wertpapiers, d.h. die Möglichkeit, dieses jederzeit zu individuellen Preisvorstellungen und ohne größeren Einfluss auf den Marktpreis über die Börse erwerben bzw. veräußern zu können, ist grundlegende Voraussetzung für die Bereitschaft der Anleger, in börsengehandelte Wertpapiere zu investieren und damit den Unternehmen Geld für Investitionszwecke zur Verfügung zu stellen. Gleichzeitig sind liquide Märkte eine wesentliche Voraussetzung für die Bereitschaft der Unternehmen, Kapital über Börsen durch eine Erstemission oder eine Kapitalerhöhung aufzunehmen.

Hochfrequenzhändler spielen in Bezug auf die Liquidität eine wichtige Rolle, da sie bereit sind, Aktien und andere Wertpapiere in der Erwartung kleiner, aber kurzfristig anfallender Kursgewinne zu erwerben oder zu veräußern. Damit verbessern sie die Liquidität eines Wertpapiers am Sekundärmarkt. Von dieser „Liquiditätsspende“ profitieren ebenso langfristige, an der strategischen Ausrichtung des Unternehmens interessierte Anleger, die auch größere Aktienpakete ohne wesentliche Auswirkungen auf die Preisbildung kaufen oder verkaufen können.

Die liquiditätsspendende Funktion lässt sich exemplarisch an einer Strategie verdeutlichen, die von rund zwei Dritteln¹ der Hochfrequenzhändler verfolgt wird: Hochfrequenzhändler agieren häufig als sogenannte „Quasi-Market-Maker“, indem sie freiwillig sowohl Kauf- als auch Verkaufsaufträge für ein Wertpapier einstellen und an der Differenz zwischen dem Geld- und dem Briefkurs („Spread“) verdienen. Da hiervon alle Handelsteilnehmer profitieren, gewähren die Betreiber von Börsen und anderen Handelsplattformen für das Einstellen sogenannter „passiver“ Aufträge Rabatte, um eine solche „Liquiditätsspende“ attraktiv zu gestalten. Unter passiven Aufträgen werden Aufträge verstanden, die im Orderbuch stehen bleiben und damit für andere Marktteilnehmer eine längerfristige Handelsmöglichkeit bieten.² Die liquiditätsspendende Funktion lässt sich empirisch nachweisen: Rund 80 Prozent der von Hochfrequenzhändlern ausgeführten Transaktionen sind „passiv“.³

Zudem erhöhen Hochfrequenzhändler die Effizienz des Preisfindungsprozesses an den Märkten, soweit sie Arbitragestrategien verfolgen. Dabei sondieren sie Preisdifferenzen zwischen verschiedenen Handelsplätzen und ähnlichen Finanzprodukten und glätten diese durch ihren Handel.

Das Phänomen „Hochfrequenzhandel“ und seine Auswirkungen auf die Kapitalmarkteffizienz wurden inzwischen in verschiedenen empirischen Studien untersucht. Die Mehrzahl dieser Studien kommt zu dem Ergebnis, dass der Hochfrequenzhandel die Qualität der Intermediation über Kapitalmärkte durch sinkende Transaktionskosten und steigende Liquidität erhöht. Auch widerlegen diese Studien die in der öffentlichen Diskussion weit verbreitete Ansicht, dass der Hochfrequenzhandel die Volatilität an den Börsen erhöht: Mehrheitlich

1 Siehe Hagströmer, Björn / Nordén, Lars L.: The Diversity of High Frequency Traders, Working Paper, 2012.

2 Im Gegensatz dazu werden „aggressive“, Liquidität „konsumierende“ Aufträge entweder sofort ausgeführt oder – wenn eine sofortige Ausführung nicht möglich ist – annulliert.

3 Siehe Menkveld, Albert J.: High Frequency Trading and the New-Market Makers, Working Paper, 2012, S. 21.

werden entweder keine signifikanten Auswirkungen auf die Volatilität oder sogar eine Glättung der Kursschwankungen konstatiert.⁴ Dies leuchtet ein, da Hochfrequenzhändler ein Wertpapier kaufen und dies i.d.R. in Sekundenbruchteilen wieder verkaufen. Damit können sie nur schwerlich Kurstrends an den Börsen verstärken. Vielmehr reduzieren sie so das Marktrisiko, das sich aus einem längerfristigen Wertpapierbesitz ergeben würde.

Im Zusammenhang mit dem „Flash Crash“ in den USA im Mai 2010 wird allerdings kontrovers diskutiert, ob Hochfrequenzhändler auch in Krisenzeiten ihre liquiditätsspendende Funktion ausüben oder ob sie in einer solchen marktkritischen Situation zu einer Vergrößerung der Kursausschläge beitragen. Dementsprechend wird die effizienzsteigernde Funktion des Hochfrequenzhandels bezweifelt.

Obwohl der „Flash Crash“ nach allgemeiner Auffassung nicht durch Hochfrequenzhändler ausgelöst wurde, hat die Rekonstruktion der Ereignisse ergeben, dass Hochfrequenzhändler zwar in einer ersten Phase des Crashes durch den Aufkauf von Wertpapieren Liquidität bereitgestellt und damit die einbrechenden Kurse gestützt haben. Nach einer Fortsetzung der Kursverluste waren sie aber nicht mehr in der Lage, weitere Wertpapiere „auf die eigenen Bücher zu nehmen“ und begannen, Wertpapiere „aggressiv“ zu veräußern und damit Liquidität zu konsumieren. Damit hätten sie nach Ansicht einzelner Autoren den Kursverfall forciert.⁵

Hiergegen wird von anderen eingewandt, dass der „Flash Crash“ nicht auf das Fehlverhalten von Hochfrequenzhändlern, sondern primär auf Defizite der Marktinfrastruktur der US-Börsen zurückzuführen war. Insbesondere das Fehlen automatischer Volatilitätsunterbrechungen habe dazu geführt, dass die Marktteilnehmer ihre „eigenen“ Sicherheitsvorkehrungen zur Minimierung des Verlustrisikos einsetzen mussten (bspw. das oben beschriebene „aggressive“ Verkaufen von Wertpapieren bei anhaltendem Abwärtstrend der Kurse). Auf diese Defizite haben die US-Regulatoren inzwischen mit entsprechenden Vorgaben zur Implementierung von Volatilitätsunterbrechungen reagiert.⁶ Auch weisen andere Studien darauf hin, dass Hochfrequenzhändler auch in „Stresssituationen“ im Markt bleiben und als Käufer von Wertpapieren einen abrupten Kursverfall abfedern können.⁷

Insgesamt liefert die deutliche Mehrheit der empirischen Studien Belege dafür, dass der Hochfrequenzhandel die Qualität des Sekundärmarkts verbessert. Hierdurch vergrößern sich die Möglichkeiten der Unternehmen, durch eine Wertpapieremission Kapital über den Primärmarkt aufzunehmen. Eine Regulierung des Hochfrequenzhandels darf dementsprechend die Liquidität und die Finanzie-

4 Siehe hierzu den Literaturüberblick bspw. in Brogaard, Jonathan A.: High Frequency Trading and its Impact on Market Quality, Working Paper, 2010, S. 5ff.; Gomber, Peter et al.: High Frequency Trading, Working Paper, 2011, S. 32ff.

5 Siehe Kirilenko, Andrei et al.: The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market, Working Paper, 2011.

6 Siehe bspw. Gomber et al., a.a.O., S. 44ff.

7 Siehe Eurex: High-frequency trading in volatile markets – an examination, November 2011 (http://www.eurexchange.com/blob/exchange-en/4038-4046/199288/2/data/factsheet_high_frequency_trading_in_volatile_markets.pdf).

rungsmöglichkeiten der Unternehmen an den von der Gesetzgebung betroffenen Handelsplätzen nicht einschränken.

Vor dem Hintergrund dieser grundlegenden Ausführungen ergeben sich die folgenden Anregungen für den vorliegenden Gesetzentwurf:

a) KWG-Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler streichen

Die im Gesetzentwurf vorgesehene Erweiterung der Definition des Eigenhandels im Rahmen des KWG ist aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts eine unverhältnismäßige Regelung. Das Deutsche Aktieninstitut schließt sich hier der Argumentation an, die in der Stellungnahme des Bundesrates ausführlich dargestellt ist (S. 7ff.). Die relativ hohen Kosten einer Verpflichtung für Hochfrequenzhändler, eine KWG-Erlaubnis einzuholen, stünden in keinem Verhältnis zum aufsichtlichen Nutzen dieser Maßnahme. Die Attraktivität des Finanzstandorts Deutschland würde beeinträchtigt und damit die Qualität des Sekundärhandels verschlechtert.

Zur Argumentation des Bundesrates ist zu ergänzen, dass die meisten Struktur- und Aufsichtsnormen des KWG, etwa im Hinblick auf Eigenmittel, Liquidität oder Kreditbegrenzungen, für ausschließlich im Eigenhandel mit Wertpapieren tätige Hochfrequenzhändler nicht relevant sind. Eine KWG-Erlaubnis von Hochfrequenzhändlern ist deswegen auch aus dieser Perspektive nicht sachgerecht.

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt den Vorschlag des Bundesrates, auf die KWG-Erlaubnis für Hochfrequenzhändler zu verzichten und stattdessen eine Zulassungspflicht für mittelbare Teilnehmer, dazu gehören Hochfrequenzhändler die per „co-location“ am Handel teilnehmen, durch die Börsengeschäftsführung zu implementieren.

b) Ausnahme für Market Maker von den Dokumentationspflichten

Ebenfalls befürwortet das Deutsche Aktieninstitut die Anregung des Bundesrates, Market-Making-Tätigkeiten im Sinne der EU-Leerverkaufsverordnung von der Pflicht in § 33 Abs. 1a S. 5 WpHG-E auszunehmen, Änderungen eines zum Handel zugelassenen Computeralgorithmus zu dokumentieren (S. 12). Die Tätigkeit des Market Making darf nicht durch diese unverhältnismäßige Anforderung eingeschränkt werden.

c) Keine Mindesthaltedauer bzw. Mindestverweildauer

Kritisch sieht das Deutsche Aktieninstitut den Prüfauftrag des Bundesrates in Bezug auf „gesetzliche Mindesthaltefristen“ (S. 1). Unklar ist, ob es sich hierbei um die Prüfung einer Mindestverweildauer der Aufträge im Orderbuch handelt, die vom EU-Parlament im Rahmen der Überarbeitung der Finanzmarktrichtlinie MiFID II gefordert wird, oder um eine Mindesthaltedauer bereits erworbener Wertpapiere.

Eine Mindesthaltedauer würde die Effizienz der Kapitalmärkte mindern, da – wie oben beschrieben – auch kurzfristig agierende Marktteilnehmer die Liquidität an den Handelsplätzen erhöhen. Zudem ist es für das „Quasi-Market-Making“ der Hochfrequenzhändler oder das Market Making unter anderem von Designated Sponsors elementar, erworbene Wertpapiere so schnell wie möglich

auf der „anderen“ Marktseite wieder verkaufen zu können, um das aus dem Wertpapierbesitz resultierende Marktrisiko zu minimieren. Würden diese Marktteilnehmer in ihrem Spielraum eingeschränkt, Wertpapiere ohne Restriktionen bzgl. der Haltedauer verkaufen zu können, erhöhte das ihr Risiko und damit die Bereitschaft, als „passiver“ Market Maker zu agieren. Dies hätte möglicherweise einen gravierenden Rückgang des Handelsvolumens mit entsprechenden negativen Auswirkungen auf die Liquidität zur Folge. Das Deutsche Aktieninstitut lehnt daher eine gesetzlich vorgeschriebene Mindestheldauer ab.

Kritisch sieht das Deutsche Aktieninstitut auch eine Mindestverweildauer. Die während ihrer Mindestverweildauer im Orderbuch zu belassenden Aufträge könnten von anderen Marktteilnehmern mit aggressiver, also liquiditätsentziehender Strategie zum Nachteil der Hochfrequenzhändler / Market Maker genutzt werden, da Letztere auf Preisänderungen nicht mehr schnell genug durch eine Stornierung und anschließende Aktualisierung bereits im Orderbuch befindlicher Aufträge reagieren könnten. Während „aggressive“ Strategien von einer Mindestverweildauer profitieren würden, würde die Funktion des „passiven“ Market Making diskriminiert, was wiederum einen Anstieg der Kosten des Wertpapierhandels zur Folge hätte. Im Extremfall würden die Hochfrequenzhändler / Market Maker die mit einer solchen Anforderung regulierten Handelsplätze künftig meiden, was die Marktqualität der betroffenen Handelsplätze reduzieren und damit auch zu Lasten kapitalsuchender Unternehmen gehen würde.

d) Definition „Hochfrequenzhandel“ überarbeiten

Die Definition für Hochfrequenzhandel in § 1 Abs. 1a Nr. 4 KWG-E und in § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG-E ist sehr umfassend und würde auch den algorithmischen, nicht hochfrequenten Handel von Banken, Kapitalanlagegesellschaften oder sogar Privatanleger treffen. Die damit verbundene Zulassungspflicht wäre für viele der betroffenen Marktteilnehmer äußerst aufwändig und würde im Extremfall eine Abwanderung auf andere Finanzplätze bedeuten. Sie würde auch dem Gesetzesziel, „Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im *Hochfrequenzhandel*“, widersprechen. Das Deutsche Aktieninstitut regt daher an, die „Passgenauigkeit“ der Definition zu erhöhen. Um Wettbewerbsnachteile des Finanzstandorts Deutschland zu vermeiden, sollte zudem hinsichtlich der Definition „Hochfrequenzhandel“ eine EU-weite Lösung angestrebt werden, die bereits im Rahmen der Revision der Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) erarbeitet wird.

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt daher den Vorschlag des Bundesrates, die entsprechende Definition im KWG-E und im WpHG-E zu streichen (S. 9). Konsequenterweise muss aber auch die Definition zum „algorithmischen Handel“ in § 33 Abs. 1a WpHG-E, die analoge Schwächen aufweist und deren Zusammenspiel zu den obigen KWG- bzw. WpHG-Definitionen unklar ist, überarbeitet werden. Die damit einhergehenden Organisationspflichten wären für Marktteilnehmer, die lediglich den nicht hochfrequenten, algorithmischen Handel betreiben, unverhältnismäßig hoch und nicht sachgerecht.

Zumindest sollte die Definition nicht abschließend im Gesetz geregelt werden, sondern per Verordnungsermächtigung durch das Bundesministerium der Fi-

nanzen erfolgen, um die regulatorischen Entwicklungen im Rahmen der MiFID II adäquat berücksichtigen zu können.

2. Marktmissbrauch unterbinden / Marktinfrastruktur stärken

Faire und für alle Marktteilnehmer diskriminierungsfreie Teilnahmebedingungen sind eine *conditio sine qua non* für die Effizienz und Integrität der Kapitalmärkte. Hierzu gehören auch Regeln, die marktmissbräuchliche Praktiken durch Hochfrequenzhändler wirksam unterbinden. Ebenfalls von elementarer Bedeutung sind Sicherheitsvorkehrungen in Bezug auf die Marktinfrastruktur, welche die Funktionsfähigkeit des Handels gewährleisten.

Wie alle Marktteilnehmer müssen auch Hochfrequenzhändler heute schon die bestehenden Regeln zum Marktmissbrauch beachten. Dennoch begrüßt das Deutsche Aktieninstitut die geplante Konkretisierung in der Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung um marktmissbräuchliche Praktiken der Hochfrequenzhändler.

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt ebenfalls die Neuregelung im Börsengesetz bzw. Wertpapierhandelsgesetz, für **alle** organisierten Märkte und multilateralen Handelssysteme Volatilitätsunterbrechungen verbindlich vorzuschreiben, um bei fehlerhaften Ordereingaben den ordnungsgemäßen Handelsbetrieb sicherzustellen. Dies ist eine wichtige Lehre aus den Marktturbulenzen, die zu dem „Flash Crash“ im Mai 2010 in den USA geführt haben.

Maßnahmen zur Reduzierung der relativ hohen Zahl der von den Hochfrequenzhändlern eingestellten, aber nicht zur Ausführung gebrachten Aufträge, sieht das Deutsche Aktieninstitut dagegen zwiespältig.

Die hohe Zahl nicht ausgeführter Order ist keinesfalls regelmäßig ein Resultat marktmissbräuchlicher Praktiken wie etwa des sogenannten „quote stuffing“. Vielmehr brauchen die Hochfrequenzhändler in ihrer Funktion als „Quasi-Market-Maker“ die Möglichkeit, mit der Stornierung bzw. Aktualisierung von Order schnell auf Marktpreisänderungen reagieren zu können (siehe oben). Deswegen regt das Deutsche Aktieninstitut an, die als „Quasi-Market-Maker“ agierenden Hochfrequenzhändler von den Anforderungen an das „Order-Transaktions-Verhältnis“ auszunehmen, d.h. wenn diese sowohl Verkauf- als auch Kauforder im gleichen Umfang einstellen.