

Regulierung des Hochfrequenzhandels

Sachverständigenanhörung,
Finanzausschuss Bundestag,
16. Januar 2013

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung
„Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und
Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)“
– Drucksache 17/11631**

**Das vorliegende Dokument ergänzt die anliegende Stellungnahme
vom 17. August 2012 zum Diskussionsentwurf des
Hochfrequenzhandelsgesetzes.**

Die Regulierung des elektronischen Hochfrequenzhandels kann einen wertvollen Beitrag zur Stärkung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts und des Anlegerschutzes leisten. Eine Überregulierung des gesamten elektronischen Handels birgt hingegen die Gefahr, dass den Handelsplätzen Liquidität entzogen wird und kann durch Ausweichreaktionen und Abwanderung negative Folgen für den Finanzplatz Deutschland nach sich ziehen.

I. Änderungen des Börsengesetzes (BörsG)

Zu § 26a:

Der Entwurf von § 26a enthält die Verpflichtung für die Handelsteilnehmer zur Einhaltung angemessener Order-Transaktions-Verhältnisse. Satz drei schreibt vor, dass ein angemessenes Order-Transaktions-Verhältnis insbesondere dann vorliegt, wenn dieses aufgrund der Liquidität des betroffenen Finanzinstruments, der konkreten Marktlage oder der Funktion des handelnden Unternehmens wirtschaftlich nachvollziehbar ist.

Wir regen an, in die Überlegungen einzubeziehen, dass sich die wirtschaftliche Nachvollziehbarkeit von Order-Transaktions-Verhältnissen in der Praxis des Handels auch anhand des Marktmodells der jeweiligen Börse bestimmt. Das verwendete Marktmodell wiederum orientiert sich an den Bedürfnissen der jeweiligen Benutzergruppen, auf die es abgestimmt ist. Einige Märkte mögen institutionell und hochfrequent ausgerichtet sein, während andere an den Bedürfnissen von Privatanlegern orientiert sind. Die Order-Transaktions-Verhältnisse verschiedener Börsenträger können daher stark unterschiedlich sein¹. Allgemeingültige Order-Transaktions-Verhältnisse gibt es nicht. Zur Klarstellung bietet es sich an, § 26a S. 4 folgendermaßen zu ergänzen:

„Die Börsenordnung muss anhand des jeweiligen Marktmodells nähere Bestimmungen zum angemessenen Order-Transaktions-Verhältnis für bestimmte Gattungen von Finanzinstrumenten treffen.

¹ Vgl. etwa die Order-Transaktions-Verhältnisse von Xetra (zwischen 500:1 und 10.000:1 – DAX-Werte 2.500:1) siehe 2.5 Xetra – Preisverzeichnis für die Nutzung der Handels-EDV der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 02.01.2013) und Scoach (zwischen 7:1 und 10:1) siehe 2.3 Scoach Europa AG – Preisverzeichnis zum Vertrag über die Nutzung der Börsen-EDV der Frankfurter Wertpapierbörse und der EDV Xontro für den Handel in Strukturierten Produkten (Stand: 14.05.2012).

Möglichenfalls könnte zumindest die Gesetzesbegründung zu § 26a S. 4 ausführen, dass „dadurch, dass die Börsenordnungen durch die jeweiligen Börsen im Rahmen ihres öffentlich-rechtlichen Satzungsrechts erlassen werden, bei der Festlegung der Order-Transaktions-Verhältnisse die verschiedenen Spezialisierungen und Ausprägungen der Handelssysteme und Marktmodelle Berücksichtigung finden.“

Zu § 39 Abs. 1 S. 2 (Vorschlag des Bundesrates):

Im Rahmen der Prüfung des Vorschlags des Bundesrates im weiteren Gesetzgebungsverfahren bitten wir zu berücksichtigen, dass auch bei der Einführung einer gebundenen Entscheidung zum Delisting durch die Geschäftsführung die originäre Zuständigkeit für die Überwachung der Pflichten der Emittenten aus dem WpHG weiterhin bei der BaFin liegt. Da die Börsengeschäftsführungen für die Durchführung auf entsprechende Informationen angewiesen sind, wird folgende Ergänzung des Vorschlags des Bundesrates notwendig:

„Die Geschäftsführung widerruft nach vorheriger Information durch die Bundesanstalt die Zulassung, wenn der Emittent seine Pflichten nach § 37v Absatz 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes in zwei aufeinander folgenden Fällen auch nach einer von der Geschäftsführung gesetzten angemessenen Frist nicht erfüllt.“

Änderungen des Kreditwesengesetzes (KWG)

Zu § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4d:

Wir beziehen uns erneut auf unsere Ausführungen vom 17. August 2012, wo wir auf die Gefahr des Ausschlusses ausländischer Handelsteilnehmer hinwiesen (siehe Anlage).

Die Auswirkungen sind hier möglicherweise größer als angenommen. Denn die vorgeschlagene Definition der Finanzdienstleistung des Hochfrequenzhandels nimmt auf den Hochfrequenzhandel kaum Bezug. Dieser kennzeichnet sich durch: geringe Haltezeiten von Positionen, Vermeidung von offenen Geschäften über Nacht, verhältnismäßig kleine

Auftragsgrößen - die allerdings auf eine Unzahl von Aufträgen verteilt werden - sowie kurze Verweilzeiten und rasche Stornierungen der Aufträge in den Orderbüchern der Handelssysteme und schlicht sehr hohe Orderfrequenzen und Ausführungsraten, die verglichen mit der Anzahl der eingestellten Aufträge äußerst gering sind. Berücksichtigt man weiterhin die Vielfalt der Hochfrequenzhandelsstrategien werden zwar tatsächlich schnell die Grenzen bei der Erfassung des Hochfrequenzhandels durch eine gesetzliche Definition deutlich.

Gleichwohl sollte bewusst sein, dass § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4d in dieser Form einen viel weiteren Anwendungsbereich hat und bei weitem nicht nur Hochfrequenzhändler, sondern letztlich jede Form des computerinduzierten Handels – auch z.B. den extrem Niederfrequenten – erfassen wird. Damit sind alle Handelsteilnehmer mit computerinduziertem (bislang erlaubnisfreien) Eigengeschäften erfasst.

Wollen ausländische Handelsteilnehmer nun diese Aktivitäten weiter entfalten, bedürfen sie als Finanzdienstleistungsunternehmen nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG einer schriftlichen Erlaubnis, wenn sie im Inland Finanzdienstleistungen erbringen wollen. Eine Erlaubnis nach dem KWG kann allerdings nur erteilt werden, wenn das Finanzinstitut seinen Hauptsitz im Inland hat (§ 32 Abs. 1 i.V.m. § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 KWG) oder zumindest eine Zweigstelle im Inland unterhält (§ 32 Abs. 1 i.V.m. § 53 Abs. 1 S. 1 KWG). Ausgenommen hiervon sind lediglich Unternehmen mit Sitz in einem EU/EWR-Staat, für die wegen des europäischen Passes keine zusätzliche Erlaubnis erforderlich ist, wenn ihre Zulassung im Heimatmarkt auch den Hochfrequenzhandel erfasst. Hieran wird es jedoch stets scheitern, da es in kaum einem EU/EWR-Staat eine spezielle Erlaubnispflicht für den Hochfrequenzhandel geben dürfte.

Im Übrigen sieht auch der Kommissionsvorschlag zur Überarbeitung der MiFID (Richtlinie 2004/39/EC) für den Hochfrequenzhandel keine so weitgehende Zulassungspflicht vor. Nach dem Kommissionsvorschlag sollen lediglich Eigengeschäfte ohne Dienstleistungskomponente zukünftig einer Erlaubnispflicht unterfallen, wenn das Unternehmen Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes bzw. MTFs ist. Der vorliegende Regierungsentwurf geht jedoch über die geplante EU-Regelung hinaus und erfasst auch Eigengeschäfte (algorithmischer Hochfrequenzhandel) von mittelbaren Teilnehmern eines inländischen organisierten Marktes oder MTFs.

Da es im europäischen Ausland an einer vergleichbaren Aufsicht für Hochfrequenzhändler fehlt, wären unmittelbare und vor allem mittelbare Teilnehmer an Börsen in Deutschland gezwungen, zumindest eine Zweigstelle in Deutschland zu gründen, um die Erlaubnis nach dem KWG beantragen zu können. Wegen der damit verbundenen Kosten besteht die Gefahr, dass ausländische Marktteilnehmer sich vom Finanzplatz abwenden.

Mit dem Vorschlag des Bundesrates halten wir eine mögliche Streichung des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4d KWG für weitgehend unbedenklich, da der aufsichtsrechtliche Mehrwert ohnehin im Wesentlichen über die Vorschriften zu den Systemen, Risikokontrollen und Notallvorkehrungen im § 33 Abs. 1a WpHG verwirklicht wird.

Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)

§ 33 Abs. 1a

Die Regelung nimmt erstmals eine Legaldefinition des algorithmischen Handels vor und knüpft an den Betrieb eines solchen Handels weitergehende Pflichten. Tatbestandsmäßig wird letztlich der gesamte computerinduzierte Handel erfasst. Der Anwendungsbereich ist damit enorm weit. Eine sinnvolle Einschränkung nimmt die Norm selbst vor, indem Auftragsübermittlungs- und Bestätigungssysteme ausgenommen werden.

Unter den weiten Anwendungsbereich fallen mit den Market Makern nun allerdings auch Marktakteure, die nicht im Fokus der Regulierung des Hochfrequenzhandels standen, da sie einen anerkannten und wertvollen Beitrag zur Funktionsfähigkeit der Märkte liefern, indem sie helfen, den Anlegern eine rasche und marktgerechte Ausführung zur Verfügung zu stellen. Im Rahmen dieser Dienstleistungen werden ebenfalls umfangreich Algorithmen zur Erstellung von Offerten sowie zur automatischen Orderausführung verwendet. Dabei unterliegen sie selbstverständlich den üblichen Pflichten der Finanz- und Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Eine Anwendung der Regelung des § 33 Abs. 1a auch auf sie ist daher grundsätzlich sachgerecht.

Entsprechend dem Vorschlag des Bundesrates sollte allerdings eine Ausnahme hinsichtlich der Verpflichtung zur Dokumentation jeder Änderung im verwendeten Algorithmus geschaffen werden (§ 33 Abs. 1a letzter Satz), da sich ihre Verwirklichung in der Praxis äußerst schwierig darstellt und die Unternehmen stark belastet.

Eine solche Ausnahme ist unbedenklich, da einerseits ein aufsichtsrechtlicher Mehrwert nicht erkennbar und die Market Maker andererseits durch die vertraglichen Pflichten gegenüber dem Marktplatz sowie durch die Börsenregelwerke bereits weit über das Maß normaler Handelsteilnehmer hinaus verpflichtet sind. Zudem sind sie bereits aufsichtsrechtlich der lückenlosen Erfassung und Auswertung ihrer Tätigkeit durch die unabhängigen öffentlich-rechtlichen Handelsüberwachungsstellen sowie börseneigenen Qualitätsmessungen unterworfen.

Stuttgart, 9. Januar 2013



Dr. Christoph Boschan
Vorstand

Baden-Württembergische Wertpapierbörse
Postfach 10 06 43 | 70005 Stuttgart

Per E-Mail: VIIIB5@bmf.bund.de

Bundesministerium der Finanzen

10117 Berlin

Baden-Württembergische
Wertpapierbörse

Dr. Christoph Boschan

Tel +49 711 222985-510

Fax +49 711 222985-545

christoph.boschan@boerse-stuttgart.de

Stuttgart, 17. August 2012

**Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im
Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)**

GZ: VII B 5 - WK 6100/12/10003 :003

DOK: 2012/0706843

Sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für die Möglichkeit zur Stellungnahme.

Die Börse Stuttgart begrüßt den Vorschlag für ein Hochfrequenzhandelsgesetz.

An der Börse Stuttgart wird der Hochfrequenzhandel sehr restriktiv gehandhabt. Denn im Gegensatz zu den größten europäischen Börsenbetreibern, die ihre Handelssysteme hauptsächlich nach den Bedürfnissen institutioneller Anleger ausgestalten, fokussiert die Börse Stuttgart ihre Aktivitäten auf die privaten Anleger¹. Bereits vor einigen Jahren sind regulatorische Maßnahmen ergriffen worden, um einen gleichberechtigten Marktzugang und eine gleichberechtigte Handelsteilnahme von Privatanlegern sicherzustellen. Wir sehen unsere Marktordnung durch den Gesetzentwurf bestätigt.

¹ Die Börse Stuttgart ist die zweitgrößte Börse in Deutschland. Mit durchschnittlich rund 39 Prozent des Orderbuchumsatzes ist die Börse Stuttgart der führende deutsche Handelsplatz im intermediärgestützten Börsenhandel. Im Jahr 2011 wurden Transaktionen von etwa 110 Milliarden € ausgeführt. Damit ist die Börse Stuttgart Marktführer für strukturierte Produkte in Europa und Unternehmensanleihen in Deutschland sowie der führende europäische Börsenplatz für Privatanleger. Im Ranking der europäischen Börsenplätze liegt die Börse Stuttgart auf Platz 9 – vor den Hauptstadtbörsen in Warschau und Wien.

Gestatten Sie uns folgende Anmerkungen zu den Normentwürfen.

I. Allgemein

Im Bereich des wenig regulierten außerbörslichen Handels erstreckt sich der Anwendungsbereich lediglich auf multilaterale Handelssysteme (MTF). Hier bietet es sich an, den gesamten Handel zu erfassen, denn es ist typisch für den Hochfrequenzhandel, dass er über fragmentierte Handelssysteme hinweg stattfindet (neben traditionellen Börsen und Terminmärkten auch über Dark Pools, Electronic Crossing Networks). Durch einseitige Regulierung könnte der Hochfrequenzhandel von regulierten Märkten in weniger regulierte Bereiche, z. B. Dark Pools, verdrängt werden. Mögliche Risiken würden so nicht beseitigt, sondern verstärkt².

II. Änderung des Börsengesetzes (BörsG)

Zu § 17 Abs. 4:

Die Festlegung der Gebühren durch die Geschäftsführung der Börse wirft Fragen auf. Hier wäre eine Klarstellung wünschenswert.

Falls beabsichtigt ist, die Rechtsgrundlage für einen öffentlich-rechtlichen Gebührentatbestand zu schaffen – wofür die Erwähnung der öffentlich-rechtlichen Geschäftsführung spricht – so wäre das satzungsgebende Organ an Börsen traditionell der Börsenrat (vgl. § 12 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BörsG).

Ist hingegen beabsichtigt, den Börsenträger im Rahmen der Anschlussverträge zu verpflichten – wofür die redaktionelle Verortung der Regelung im Abs. 4 unmittelbar nach der Regelung des Abs. 3 sowie die Nennung eines deutschen Börsenträgers in der Begründung spricht – so sollte der Börsenträger benannt werden.

² Vgl. Bericht der Arbeitsgruppe zum Hochfrequenzhandel der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 22. März 2011, S. 5, 19.

Generell böte es sich an, in der Begründung des Gesetzentwurfs den Begriff des „Börsenbetreibers“, den das deutsche Börsenrecht bislang nicht kennt, durch „Börsenträger“ zu ersetzen³.

Zu § 24 Absatz 2a:

Im vorgeschlagenen Satz zwei könnte der Terminus „Marktmodell“ überdacht werden. Gegebenenfalls böte sich „Handelsmodus“ oder „Preisfeststellungsmethode“ eher an, denn in der Praxis geht es ja meistens um den Wechsel der Technik der Auftragszusammenführung (hauptsächlich von Preis-Zeit-Priorität zum Auktionsverfahren). Der Begriff „Marktmodell“ hingegen beschreibt eher die Gesamtheit aller im Handelssystem verfügbaren Funktionalitäten.

Ebenfalls redaktionell stellt sich die Frage, ob die sehr technische und spezielle Formulierung „statischer und dynamischer Preiskorridore“ sich tatsächlich in den bisherigen Abstraktionsgrad des BörsG einfügt. Die meisten Gesetzesanwender werden nur sehr schwer nachvollziehen können, dass es sich hier um Preisbänder handelt, die (im Xetra-System der Deutschen Börse AG) entweder an den letzten Preis einer Auktion oder den letzten festgestellten Preis anknüpfen. Angesichts der Vielzahl der in Deutschland betriebenen Handelssysteme und ihres Wettbewerbs untereinander, wäre es vielleicht in diesem Zusammenhang grundsätzlich angebracht, bei der Nennung von Funktionalitäten mit deutlichem Bezug zu einem einzigen Handelssystem – hier des Xetra-Handelssystems der Deutschen Börse AG – in Gesetzestexten Zurückhaltung zu üben. Es kommt z.B. die Verwendung des Begriffs „Preiskorridor“ in Frage. Das Gleiche gilt für die Nennung von einzelnen Börsenträgern in Begründungen von Bundesgesetzen – hier konkret wiederum der Deutschen Börse AG bei § 17 Abs. 4 BörsG.

³ Der Gesetzentwurf übernimmt generell viele Begrifflichkeiten aus der aktuellen (englischsprachigen) europäischen Debatte. Dagegen spricht, die in der Folge notwendig werdende Anpassung des gesamten restlichen BörsG und die Abkehr von seit Jahrzehnten etablierten Begriffen, begleitet von weitreichenden Änderungen im übrigen deutschen Kapitalmarktrecht.

Zu § 26a:

Der Wortlaut sollte überprüft werden. Begriffe in Satz eins wie „Systemkapazität“ und „Marktintegrität“ sind dem bisherigen Sprachgebrauch des BörsG eher fremd. In Frage kommt die seit langem an vielfacher Stelle verwendete Formulierung vom „ordnungsgemäßen Börsenhandel“.

Ebenso verhält es sich mit Begriffen wie „Order“ und „Transaktion“. Das BörsG verwendet die Begriffe „Auftrag“ bzw. „Aufträge“ sowie „Ausführungen“. Insofern wäre vielleicht die Beschreibung des Sachverhalts als „Auftrags-Ausführungs-Verhältnis“ vorzuziehen.

Satz drei spricht am Ende von „wirtschaftlicher Nachvollziehbarkeit“, was als sehr unbestimmt erscheint.

Wichtiger noch soll auch „die Funktion des handelnden Unternehmens“ berücksichtigt werden. Ob damit die Festlegung mehrerer Order-Transaktions-Verhältnisse möglich ist, wird nicht sofort klar, denn der übrige Wortlaut spricht nur von einem Order-Transaktions-Verhältnis.

Eine Differenzierung ist aber für Liquiditätsspender wie Spezialisten, Skontroführer, Designated Sponsors, Quality Liquidity Provider (QLP), Market Maker usw. notwendig. Für sie besteht wegen der im Gesetz fehlenden bzw. in der Begründung sehr weiten Definition des Hochfrequenzhandels die Gefahr, einerseits als Hochfrequenzhändler qualifiziert zu werden und mit ihren permanenten Handelsaktivitäten ein einheitlich für alle geltendes Order-Transaktions-Verhältnis ständig zu verletzen.

Hier muss eine Lösung gefunden werden für alle die in Form des Eigenhandels (z.B. als Designated Sponsor mit der Finanzdienstleistung des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG) oder mit Aufgabegeschäften im Rahmen der Anlage- oder Abschlussvermittlung (z.B. als Skontroführer oder Quality-Liquidity-Provider gem. §§ 93 ff. HGB, §§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 und Nr. 2 KWG) als Liquiditätsspender auf Märkten tätig sind. Als Lösung bietet sich eine Ausnahmeregelung oder die Klarstellung an, dass verschiedene Auftrags-Ausführungs-Verhältnisse möglich sind.

III. Änderung des Kreditwesengesetzes

Zu § 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 4d:

Anstatt „Mitglieder eines inländischen organisierten Marktes“ sollte, konsistent mit dem BörsG auch „zugelassene Handelsteilnehmer“ verwendet werden.

Die Zulassung zur Börse in einem anspruchsvollen öffentlich-rechtlichen Zulassungsverfahren, mit der durch den gebundenen Anspruch auf Zulassung garantierten Gleichbehandlung, ist eines der wesentlichen Unterscheidungsmerkmale von Börsen zu den wenig regulierten multilateralen Handelssystemen.

Im Zusammenhang der Qualifizierung des Hochfrequenzhandels als Finanzdienstleistung regen wir an, zu prüfen, ob der vollständige Ausschluss ausländischer Handelsteilnehmer tatsächlich beabsichtigt ist. Ein Finanzdienstleistungsunternehmen bedarf nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG einer schriftlichen Erlaubnis, wenn es im Inland Finanzdienstleistungen erbringen will.

Dafür müssen Anbieter aus Nicht-EWR-Staaten ein Tochterunternehmen (§ 32 Abs. 1 i.V.m. Verbindung mit § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 KWG) oder eine Zweigstelle (§ 32 Abs. 1 i.V.m. § 53 KWG) in Deutschland gründen. Dies gilt ebenfalls für Anbieter aus EWR-Staaten, die für ihre in Deutschland angebotenen Finanzdienstleistungen nicht den sog. Europäischen Pass in Anspruch nehmen können – was bei der neuen Finanzdienstleistung „Hochfrequenzhandel“ der Fall wäre.

Die nach § 2 Abs. 4 KWG in Betracht kommende Ausnahme von der Erlaubnispflicht dürfte nicht greifen, denn Voraussetzung ist, dass "das Unternehmen wegen der Art der von ihm betriebenen Geschäfte insoweit nicht der Aufsicht bedarf". Dies ist regelmäßig nur dann der Fall, wenn das Unternehmen in seinem Herkunftsstaat von der/den dort zuständigen Behörde(n) effektiv nach den internationalen Standards beaufsichtigt wird und die zuständige(n) Behörde(n) des Herkunftsstaates mit der BaFin befriedigend zusammenarbeitet / zusammenarbeiten. Hochfrequenzhändler unterliegen im europäischen Ausland aber keiner vergleichbaren Aufsicht.

IV. Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Zu § 33 Abs. 1a:

Im letzten Satz wird verlangt, dass alle Änderungen im Computeralgorithmus dokumentiert werden.

Hier ist wiederum für den Handel an Börsen eine Ausnahme für all diejenigen zu schaffen, die in Form des Eigenhandels (z.B. als Designated Sponsor mit der Finanzdienstleistung des § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 KWG) oder mit Aufgabengeschäften (z.B. als Skontroführer oder Quality-Liquidity-Provider gem. §§ 93 ff. HGB, §§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 und Nr. 2 KWG) als Liquiditätsspender auf Märkten tätig sind.

Sie adjustieren sehr häufig die vielfachen Parameter ihrer Programme zur Erstellung von Offerten (sog. Quote Engine, Price Machine, Taxengeneratoren) und eine Dokumentation kann in der Praxis schwer geleistet werden. Sie ist auch nicht nötig, denn diese Marktteilnehmer sind noch einmal besonders vertraglich durch den Börsenträger bzw. im Fall der Skontroführer gesetzlich gebunden, unterliegen in der Praxis seit jeher einer besonderen Kontrolle durch die Handelsüberwachungsstelle und verfügen über eine umfangreiche Expertise bei der Unterstützung der Preisfeststellungen. Sie haben sich die Finanzkrise hindurch als belastbar erwiesen und tragen im Übrigen seit Aufkommen dieses Phänomens die Hauptbelastungen durch den Hochfrequenzhandel.

Wir haben keine Einwände gegen eine Veröffentlichung der Stellungnahme.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Christoph Boschan

Geschäftsführer

Baden-Württembergische Wertpapierbörse