

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.

Schillerstraße 20
60313 Frankfurt/Main
Tel.: (069) 92 10 16 91
Fax: (069) 92 10 16 92
mail@bwf-verband.de
www.bwf-verband.de

Frankfurt am Main | Berlin, 11.01.2013

Stellungnahme zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhan- delsgesetz)“ – Drucksache 17/11631

Öffentliche Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 16. Januar 2013

Der Bundesverband der Wertpapierfirmen unterstützt grundsätzlich eine angemessene und wirksame Regulierung des algorithmischen Hochfrequenzhandels. Eine mit dem vorgeschlagenen Hochfrequenzhandelsgesetz angestrebte Regulierung im „nationalen Alleingang“ unter Vorwegnahme wesentlicher Teile von MiFID II halten wir jedoch für sachlich und politisch verfehlt. Sowohl im Hinblick auf eine sachgerechte und zielgenaue Abgrenzung des Hochfrequenzhandels von anderen Formen des algorithmischen Handels als auch im Hinblick auf einzelne vorgeschlagene Regulierungsmaßnahmen (Stichwort „Mindestverweildauer“ von Orders), bleibt der vorliegende Gesetzentwurf zudem deutlich hinter dem aktuellen Diskussionsstand zu MiFID II zurück. Eine – auch nur vorübergehend – allein auf Deutschland begrenzte Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler wäre mit erheblichen Wettbewerbsnachteilen für den hiesigen Finanzplatz verbunden. Schließlich sollten Market Maker, namentlich Skontrofführer, Spezialisten, Quality Liquidity Provider und Designated Sponsors, die an den hiesigen Börsen eine wichtige und anerkannte Funktion als „Liquiditätsspender“ erfüllen und bei Ausübung ihrer Tätigkeit bereits heute engmaschig überwacht werden, von den vorgeschlagenen zusätzlichen Organisations- und Dokumentationspflichten des § 33 Abs. 1a WpHG ausgenommen werden.

Erneuter nationaler Alleingang im Bereich der Finanzmarktregulierung ist sachlich und politisch verfehlt

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf zur Regulierung des Hochfrequenzhandels ist erneut ein legislatives „Vorpreschen“ des hiesigen Gesetzgebers in einem Bereich zu verzeichnen, der aktuell auch auf der europäischen Rechtsetzungsagenda steht. Unbeschadet des vorliegenden Gesetzgebungsvorhabens als solchem, halten wir ein derartiges, „über die Grenzen Deutschlands hinaus“ nicht abgestimmtes Vorgehen in einem Bereich der Finanzmarktregulierung, der vom

materiellen Anwendungsbereich her Teil der anstehenden MiFID-Novellierung ist, für sachlich höchst verfehlt. Einzelstaatliche Vorgehensweisen dieser Art konterkarieren eine einheitliche gemeinschaftsrechtliche Rechtsetzung und die Schaffung eines europaweiten *level-playing-fields* im Bereich des Wertpapierhandels. Soweit hier im Wege einer hiesigen Rechtsetzung zudem bereits faktische Verhältnisse geschaffen werden, die die weitere MiFID II-Rechtsetzung in diesem Bereich realistischer Weise auch beeinflussen dürften, widerspricht ein solches Vorgehen überdies dem Europäischen

bwf

Stellungnahme zum Entwurf eines Hochfrequenzhandelsgesetzes – Drucksache 17/11631
Öffentliche Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 16. Januar 2013

Gedanken und dem erklärten Ziel der Verwirklichung eines einheitlichen Binnenmarktes.

Die vorstehenden Erwägungen gelten insbesondere vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Regulierung im Bereich des Leerverkaufsverbots, wo der hiesige Gesetzgeber ebenfalls in überaus „aktionistischer“ Weise ein hiesiges Rechtsregime implementiert hat, das dann vordergründig als „Blaupause“ für eine europaweite Regelung diene. Die nunmehr zum November 2012 in Kraft getretene EU-Leerverkaufsverordnung weist jedoch erhebliche materielle Abweichungen zum bisherigen hiesigen Recht auf. Dies führt für die hiesigen Handelsteilnehmer und Aufsichtsbehörden zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit und zu Problemen in der praktischen Anwendung.

Hinzu kommt, dass es an jeglicher Begründung innerhalb des vorliegenden Gesetzentwurfs fehlt, dass ein solcher vorzeitiger mitgliedstaatlicher Alleingang vor Umsetzung des MiFID II-Regimes geboten oder erforderlich wäre. Ganz im Gegenteil hierzu ist nicht erkennbar, dass in Deutschland im Bereich des Hochfrequenzhandels ein gesteigertes „Gefährdungspotential“ bestehen, welches eine Vorwegnahme der auf europäischer Ebene derzeit mit Hochdruck verfolgten MiFID-II-Überarbeitung rechtfertigen würde. Zudem sind eine Reihe der vorliegend geplanten Regulierungsmaßnahmen ohnehin bereits gängige Praxis und bedürfen auch insoweit keiner der MiFID II-Umsetzung vorgezogenen Rechtsetzung. Dies gilt umso mehr, als der im Rahmen von MiFID II aktuell diskutierte Maßnahmenkatalog – wie nachfolgend noch zu zeigen sein wird – materiell noch über die im Rahmen des vorliegenden Gesetzentwurfs vorgeschlagenen Regelungen hinaus geht.

HFT-Regulierung im Grundsatz begrüßenswert und sinnvoll

Die zuvor formulierten Vorbehalte gegen eine rein nationale Regelung bedeuten jedoch nicht, dass wir einer Regulierung des Hochfrequenzhandels als solcher ablehnend gegenüber stehen. Vielmehr begrüßen wir grundsätzlich gesetzliche Regelungen zur Schaffung angemessener und zielgerichteter

Rahmenbedingungen für den Hochfrequenzhandel. Dies betrifft insbesondere die Anforderungen an geeignete und wirksame Systeme zur Risikokontrolle und zur Verhinderung der Beeinträchtigung eines ordnungsgemäßen Handels an den jeweiligen Märkten.

Der Wertpapierhandel war in den letzten Jahren einem anhaltenden Prozess teilweise massiver marktstruktureller und technologischer Veränderungen unterworfen, die sich im Wesentlichen durch drei Faktoren kennzeichnen lassen:

- Zunehmende Marktfragmentierung (Zersplitterung von Liquidität) durch das Entstehen neuer Handelsplätze,
- Zunehmende Internationalisierung und Vernetzung des Handels,
- Weitreichende Automatisierung und Beschleunigung der Handelsaktivitäten.

In diesem Kontext stellt der Hochfrequenzhandel einen – volumentechnisch inzwischen an nahezu allen vollelektronischen Handelsplätzen bedeutsamen – *Spezialfall* des automatisierten bzw. algorithmischen Handels dar. Wenngleich HFT-Strategien im Einzelfall sehr unterschiedlich ausfallen können und häufig auf „traditionellen“ Handelsstrategien wie Arbitrage oder Trend-Folge aufsetzen, so basieren HFT-Strategien letztendlich durchgehend auf dem Versuch des Ausnutzens von aufgrund technologischer Überlegenheit gegenüber anderen Handelsteilnehmern gewonnener Informationsvorsprünge und schnellerer Reaktionszeiten.

Eine wesentliche Voraussetzung zur Schaffung und Ausnutzung derart „*asynchroner Informationen*“ stellt hierbei, neben der Leistungsfähigkeit der eingesetzten Computersysteme als solcher, der Umstand dar, dass HFT-Rechner durch direkte räumliche Anbindung an die Zentralrechner der Marktbetreiber betrieben werden (sog. „*Co-Location-Services*“). Teilnehmer am HFT-Handel können hierbei aufgrund kürzerer Leitungswege auch deswegen schneller auf Marktveränderungen reagieren, weil sie neue Informationen *de facto* vor allen übrigen Marktteilnehmern erhalten.

Im Ergebnis ist hierdurch zwischen den an einem Handelsplatz zugelassenen Marktteilnehmern inzwischen eine „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ entstanden. Für die – zur Neutralität verpflichteten – Marktbetreiber stellen die für derartige „Co-Location-Services“ vereinnahmten Entgelte, neben den eigentlichen Handelsgebühren, heute eine wichtige Einnahmequelle dar. Es liegt auf der Hand, dass sich im Spannungsfeld zwischen einem angestrebten möglichst hohen wirtschaftlichen Erfolg und der Verpflichtung zur Organisation eines ordnungsgemäßen und fairen Handels für die Marktbetreiber hierbei durchaus Interessenkonflikte ergeben können. Leider geht der vorliegende Gesetzentwurf auf diese im Zusammenhang mit dem Hochfrequenzhandel zentrale ordnungspolitische Fragestellung überhaupt nicht ein.¹

Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang, dass das international zu beobachtende Phänomen des Aufkommens sog. „Dark Pools“, in denen Wertpapieraufträge zusammengeführt werden, ohne dass einzelne Orders für die Handelsteilnehmer sichtbar sind, originär in engem Zusammenhang mit der Zunahme des HFT-Handels stehen dürfte. Dabei sind gerade institutionelle Investoren offenbar zunehmend bereit, auch seitens der „Dark-Pool“-Betreiber verlangte vergleichsweise höhere Handelsgebühren zu akzeptieren, um ihre Aufträge hierdurch bei der Ausführung u.a. vor einer befürchteten „Übervorteilung“ durch Hochfrequenzhändler zu schützen.

Zu erwartende Rechtsunsicherheit aufgrund unpräziser Legaldefinition des Hochfrequenzhandels

Dem Gesetzentwurf fehlt es zudem an einer klaren und hinreichend rechtssicheren Definition zur Bestimmung des sachlichen Anwendungsbereiches des regulatorisch zu erfassenden Hochfrequenzhandels. Unstreitig dürfte sein, dass der im Fokus der Gesetzgebung stehende *Hochfrequenzhandel* materiell nicht deckungsgleich mit der im Gesetzentwurf vielfach verwendeten Begrifflichkeit des *algorithmischen Handels* ist und Letzterer vielmehr durchaus verschiedene Handelsformen umfasst, wie u.a. auch – aber eben nicht ausschließlich – den Hochfrequenzhandel.

Ohne eine – schon auf Gesetzesebene – hinreichende Konkretisierung und Bestimmbarkeit des hier materiell vorrangig zu erfassenden Hochfrequenzhandels, besteht die Gefahr, dass hierunter auch generell algorithmische Systeme verwendende Handelsarten und Handelsteilnehmer subsumiert werden, die gar nicht im Fokus der geplanten Rechtssetzung stehen (dürften).

Augenfällig wird die fehlende Differenzierung der genannten Begrifflichkeiten im Rahmen der verschiedenen geplanten Neuregelungen wie namentlich der Erweiterung der Legaldefinition des Eigenhandels gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 Buchst. d KWG (Artikel 2 Nr. 2 HochfrequenzhandelsgesetzE) und § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG (Artikel 3 Nr. 1 HochfrequenzhandelsgesetzE). Ausweislich der Gesetzesbegründung sollen von Artikel 2 Nr. 2 HochfrequenzhandelsgesetzE ausschließlich „Hochfrequenzhändler“ erfasst werden. Demgegenüber fehlt in der Begründung zu der insoweit gleichlautenden Formulierung des § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG die Bezugnahme auf den Hochfrequenzhandel. Stattdessen wird auf Artikel 2 Abs. 1 Buchst. d Ziffer ii des Kommissionsvorschlags zur MiFID II verwiesen, der allgemein die Anwendbarkeit der Richtlinie auf Mitglieder und Handelsteilnehmer von regulierten Märkten und MTFs regelt.

Die Legaldefinition des „*algorithmischen Handels*“, wie sie in dem neu zu schaffenden § 33 Abs. 1a WpHG (Art. 3 Nr. 6 HochfrequenzhandelsgesetzE) vorgesehen ist, unterscheidet sich – abgesehen von einer inhaltlichen Präzisierung des Terminus „*Auftragsparameter*“ und des expliziten Ausschlusses von reinen Routing- und Confirmation-Systemen – von den vorbenannten Definitionen vor allem in der fehlenden Einschränkung des sachlichen Anwendungsbereiches auf solche Systeme, die „*in Sekundenbruchteilen Marktpreisänderungen erkennen*“.

Eine solche Einschränkung ist indes viel zu vage, um den Hochfrequenzhandel von sonstigen Formen des algorithmischen oder (teil)automatisierten Handels in der gebotenen Weise abzugrenzen, denn „*in Sekundenbruchteilen*“ reagiert heute bereits jedes Limitkontrollsystem, welches vorgemerkte

Aufträge in Abhängigkeit von der Preisentwicklung des jeweiligen Finanzinstruments zur Ausführung freigibt, ohne dass dies aber eine Form des Hochfrequenzhandels darstellen würde. Aus diesem Grunde schließt der durch das Europäische Parlament überarbeitete Kommissionsvorschlag für die MiFID II („Ferber-Report“ in der Fassung vom 05.10.2012) derartige Systeme zur Ausführung von Kundenorders in sachgerechter Weise ausdrücklich von der Definition des algorithmischen-, und damit auch des Hochfrequenzhandels aus.²

Allgemein erscheinen uns die in der aktuellen Fassung des Ferber-Reports vorgeschlagenen Definitionen und Abgrenzungen zwischen „algorithmischem Handel“³, „Hochfrequenzhandel“⁴ sowie „Hochfrequenzhandelsstrategien“⁵ (die dann vorliegen soll, wenn neben der allgemeinen Tatbestandsvoraussetzung des HFT-Handels mindestens zwei von fünf typischen Merkmalen vorliegen) deutlich differenzierter und sachgerechter. Auch dies ein Grund, weshalb wir eine teilweise Vornahme des absehbar europaweit einheitlichen Regulierungsrahmens für verfehlt halten.

Nationale Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler als Wettbewerbsnachteil für den Finanzplatz Deutschland

Eine nur für den hiesigen Markt geltende Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler käme – worauf auch in der Stellungnahme des Bundesrates⁶ zum vorliegenden Gesetzentwurf zutreffend hingewiesen wird – aufgrund der mit einer solchen Erlaubnis verbundenen erheblichen Folgekosten einer ökonomischen und faktischen Markteintrittsbarriere gleich. Ein in der Folge zu erwartender, zumindest teilweiser Rückzug der am hiesigen Markt aktiven, häufig ausländischen, HFT-Firmen hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit deutlich negative Auswirkungen auf die Volumina der in Deutschland gehandelten Wertpapiere und würde damit die Marktliquidität negativ beeinträchtigen.

Betroffen hiervon wären vermutlich in erster Linie Aktien großer deutscher Unternehmen („Blue Chips“) auf die sich der Hochfrequenzhandel zumeist konzentriert. Im Ergebnis könnte dies dazu führen, dass sich

der Handel von Wertpapieren deutscher Emittenten in noch stärkerem Maße ins Ausland verlagert, als dies in den vergangenen Jahren bereits geschehen ist; eine Entwicklung, die schlechterdings nicht im gesetzgeberischen Interesse liegen kann.

Ziel einer Regulierung des Hochfrequenzhandels sollte es daher nicht sein, den Beitrag von HFT-Firmen zum Handel an inländischen Börsenplätzen als solches zu beschränken, sondern einen verlässlichen und effektiven Rechtsrahmen zu schaffen, der möglichen missbräuchlichen Handelspraktiken im Hochfrequenzhandel sowie HFT-spezifischen Risiken im Hinblick auf eine mögliche Beeinträchtigung eines fairen und ordnungsgemäßen Handels wirksam entgegen tritt.

Vor diesem Hintergrund sowie angesichts der zuvor geäußerten Bedenken hinsichtlich einer unzureichenden Abgrenzung des Hochfrequenzhandels von anderen Formen des algorithmischen bzw. (teil)automatisierten Handels, unterstützen wir vollumfänglich die Anträge des Bundesrates⁷ zu Artikel 2 und 3 HochfrequenzhandelsgesetzE, welche auf eine „Ersetzung der im Regierungsentwurf vorgesehenen Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhandel im KWG durch zusätzliche Anforderungen an die Zulassung von unmittelbaren und mittelbaren Marktteilnehmern, die algorithmischen Handel betreiben, an den Börsen sowie zusätzliche Eingriffsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin)“ abzielen.

Sollte der Gesetzgeber hingegen an einer Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler festhalten, erscheint es dringend geboten, die vorgesehene erweiterte Definition des Eigenhandels gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 Buchst. d KWG (Artikel 2 Nr. 2 HochfrequenzhandelsgesetzE) und § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG (Artikel 3 Nr. 1 HochfrequenzhandelsgesetzE) in Anlehnung an die im Rahmen der MiFID II durch das Europäische Parlament vorgeschlagene Legaldefinition⁸ zu konkretisieren, um auf diesem Wege eine möglichst randscharfe und rechtssichere Abgrenzung des Hochfrequenzhandels von anderen Formen des algorithmischen Handels zu gewährleisten. Hierzu schlagen wir vor, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4

Buchst. d KWG (Artikel 2 Nr. 2 HochfrequenzhandelsgesetzE) und den wortgleichen § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG (Artikel 3 Nr. 1 HochfrequenzhandelsgesetzE) wie folgt zu fassen:

„Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder multilateralen Handelssystems mittels des Einsatzes von Rechnern, die in Sekundenbruchteilen fortlaufend und in hoher Frequenz ~~Marktpreisänderungen erkennen~~, Handelsentscheidungen nach vorgegebenen Regeln selbstständig treffen und die zugehörigen Auftragsparameter entsprechend dieser Regeln selbstständig bestimmen, anpassen und übermitteln, sofern die Minimierung der physikalischen Latenz bei der Übertragung von Marktdaten und Aufträgen einen wesentlichen Bestandteil der Handelsstrategie darstellt, auch ohne Dienstleistung für andere“.

Unangemessene zusätzliche Organisations- und Dokumentationspflichten für Market Maker vermeiden

Market Maker erfüllen als Intermediäre anerkannter Maßen wichtige Funktionen bei der Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Handels und einer durchgängig hohen Preisqualität. Zu den hiesigen Market-Maker-basierten Marktmodellen zählen insbesondere das sog. Spezialisten-Modell (Frankfurter Wertpapierbörse, Tradegate-Exchange und „MAX-ONE“ der Börse München), das Quality-Liquidity-Provider-Modell (Baden-Württembergischen Wertpapierbörse) sowie das Skontroführer-Modell (an den übrigen Wertpapierbörsen).

Durch das Bereitstellen zusätzlicher Liquidität gewährleisten Market Maker den Anlegern unabhängig von der Marktliquidität eine durchgängige Handelbarkeit der von ihnen betreuten Wertpapiere, indem sie während der Handelszeit fortlaufend An- und Verkaufspreise stellen. Technisch bedienen sie sich hierzu häufig sog. „Quote Machines“, die regelbasiert unter Berücksichtigung der Orderlage selbstständig handelbare Preise generieren.

Aufgrund der Breite der vorgesehenen Definition des algorithmischen Handels in § 33 Abs. 1a WpHG (Artikel 3 Nr. 6 Hochfrequenz-

handelsgesetzE) muss davon ausgegangen werden, dass auch die automatische Quotierung im Rahmen der Preisfeststellung formal die Tatbestandsvoraussetzungen des algorithmischen Handels erfüllen würde. Dem entsprechend hätten Market Maker die in § 33 Abs. 1a WpHG (Artikel 3 Nr. 6 HochfrequenzhandelsgesetzE) genannten umfangreichen Organisations- und Dokumentationspflichten zu erfüllen, obgleich sie bei der Ausübung ihrer Tätigkeit bereits engmaschigen börslichen Organisationsvorschriften unterliegen. Darüber hinaus wird ihre Tätigkeit durch die unabhängigen öffentlich-rechtlichen Handelsüberwachungsstellen während der gesamten Handelszeit lückenlos erfasst und ausgewertet. Hinzu kommt, dass die genannten Handelsteilnehmer auch bereits über die Börsenordnungen der einzelnen Plätze umfassend beaufsichtigt und Regularien unterworfen werden, die mit der Zielsetzung des vorliegenden Gesetzesvorhabens umfänglich kompatibel sind.

Soweit gemäß § 33 Abs. 1a Satz 5 WpHG zudem von den betreffenden Handelsteilnehmern sicherzustellen ist, dass „jede Änderung eines zum Handel verwendeten Computeralgorithmus dokumentiert wird“, ist zudem weder dem Gesetzestext noch dessen Begründung zu entnehmen, ob die hiermit verbundenen Anforderungen bereits eingreifen, wenn es sich lediglich um die Änderung eines einzelnen variablen Parameters handelt oder ob insoweit lediglich eine Änderung des Algorithmus‘ als solcher erfasst sein soll. Eine Dokumentation bereits der Änderung einzelner Parameter wäre hier durch die Market Maker praktisch nicht zu bewerkstelligen bzw. allenfalls mit erheblichem technischem Aufwand umsetzbar, da die genannten Handelsteilnehmer die Parameter ihrer Systeme („Quote Machines“) ständig an die sich verändernden Märkte anpassen (müssen).

Vor diesem Hintergrund erscheint eine zusätzliche Verpflichtung von Market Makern zur Einhaltung der in § 33 Abs. 1a WpHG (Artikel 3 Nr. 6 HochfrequenzhandelsgesetzE) vorgesehenen Vorschriften weder erforderlich noch angemessen und käme einer „Doppelregulierung“ gleich. Insbesondere die zusätzlichen Dokumentationspflichten würden Market Maker auch in der Wahrnehmung wichtigen markstrukturellen Funktion

über Gebühr behindern und mit Kosten belasten, denen kein erkennbarer zusätzlicher regulatorischer Nutzen gegenüber stünde. Der Bundesrat hat daher in Punkt 7 seiner Stellungnahme zum vorliegenden Gesetzentwurf in sachgerechter Weise eine Bereichsausnahme für Market Maker von der Einhaltung der Vorschriften des § 33 Abs. 1a WpHG (Artikel 3 Nr. 6 HochfrequenzhandelsgesetzE) gefordert. Wir unterstützen dieses Petikum umfänglich und nachdrücklich.

Zu den weiteren im Gesetzentwurf vorgesehenen Einzelvorschriften zur Regulierung von mit dem Hochfrequenzhandel in Verbindung stehenden Risiken und unerwünschten Begleiterscheinungen, nehmen wir wie folgt Stellung:

Order-Transaktions-Verhältnis

Die geplante Regelung des neu geschaffenen § 26a BörsG (Artikel 1 Nr. 10 HochfrequenzhandelsgesetzE), die zudem als Ermächtigunggrundlage für nachrangige Detailregelungen in den Börsenordnungen der einzelnen Plätze fungiert und eine Begrenzung des Order-Transaktions-Verhältnisses vorsieht, knüpft an Artikel 51 Abs. 3 des Vorschlags zur MiFID-Überarbeitung an und ist dem Grunde nach zu begrüßen.

Allerdings erscheinen die einzelnen Bestimmungskriterien viel zu generalklauselartig (Gewährleistung „*angemessenes*“ Order-Transaktions-Verhältnis, das „*wirtschaftlich nachvollziehbar*“ ist) und dürften den Anforderungen des Bestimmtheitsgrundsatzes und des Gesetzesvorbehalts nicht genügen. – Entsprechende Erwägungen gelten für die vorgesehene Regelung zur Verpflichtung von Betreibern eines MTF nach § 31f Abs. 1 Nr. 9 WpHG (Artikel 3 Nr. 4 HochfrequenzhandelsgesetzE), in dem lediglich auf die Angemessenheit abgestellt wird.

Welches Order-Transaktions-Verhältnis aus Sicht eines Handelsteilnehmers als „*wirtschaftlich nachvollziehbar*“ gelten kann, steht zudem in unmittelbarem Sachzusammenhang zur Höhe der separaten Entgelte, welche Börsenträger und MTF-Betreiber entsprechend der Regelungsvorschläge zu § 17 Abs. 4 BörsG (Artikel 1 Nr. 6 HochfrequenzhandelsgesetzE) und § 31f Nr. 7 WpHG (Artikel 3 Nr. 4 HochfrequenzhandelsgesetzE) für die übermäßige Nutzung ihrer Handelssysteme

zu verlangen haben. Zudem erscheint der Anknüpfungspunkt der Wirtschaftlichkeit bereits aufgrund des jeder Handelsstrategie immanenten Anlagerisikos zweifelhaft. Zweckmäßiger erscheint uns insofern die Berücksichtigung statistischer Kriterien, wie beispielsweise die Begrenzung des individuellen Order-Transaktions-Verhältnisses auf ein Vielfaches des über sämtliche Handelsteilnehmer hinweg ermittelten Medians oder Durchschnittswertes.

Mindestpreisänderungsgrößen

Auch bei der vorgesehenen Verpflichtung zur Festlegung verbindlicher Mindestpreisänderungsgrößen (sog. „*Minimum-Tick-Sizes*“), die wir dem Grunde nach ebenfalls nachhaltig begrüßen, handelt es sich um eine dem Vorschlag zur Überarbeitung der MiFID (Article 51a) entlehnte Regulierungsmaßnahme. Allerdings haben wir hinsichtlich der für § 26b BörsG (Artikel 1 Nr. 10 HochfrequenzhandelsgesetzE) und § 31f Abs. 1 Nr. 10 WpHG (Artikel 3 Nr. 4 HochfrequenzhandelsgesetzE) gewählten Formulierung ebenfalls Bedenken im Hinblick auf deren unzureichende Bestimmtheit.

Hinzu kommt hier die Frage, ob die Börse oder ein MTF hier der zutreffende Normadressat ist, denn die betreffenden Handelsplattformen nutzen das Angebot möglichst geringer Tick-Sizes im Rahmen des Wettbewerbs nachhaltig, um Liquiditätsströme zum Vorteil des jeweiligen Handelsplatzes zu beeinflussen. In der Folge kann es auf einzelnen Handelsplätzen durchaus zu Liquiditätssteigerungen kommen, während andererseits handelsplatzübergreifend sich Liquiditätsabflüsse gerade an Plätzen mit vergleichsweise größerer Tick-Size manifestieren. Ein Interessenkonflikt der Handelsplatzbetreiber bei der Festlegung von Mindestpreisänderungsgrößen erscheint insofern zwangsläufig.

Zudem würde eine gesetzliche Begrenzung der Tick-Sizes in einem einzelnen Mitgliedsstaat der Union, in diesem Fall Deutschland, in Folge des oben beschriebenen Sachzusammenhangs die Liquidität an den dortigen Handelsplätzen tendenziell negativ beeinflussen. Es liegt daher auf der Hand, dass einzelstaatliche Regelungen in diesem Bereich im Ergebnis gerade nicht im Einklang

mit dem gesetzgeberischen Vorhaben, „*negative Auswirkungen auf die Marktintegrität und -liquidität zu verringern*“, stehen würden.

Vor diesem Hintergrund empfiehlt sich im Hinblick auf die Bestimmung konsistenter Mindestpreisänderungsgrößen die Normierung einer möglichst einheitlichen europaweiten Regelung⁹, die generell und gleichermaßen für geregelte Märkte und MTFs gilt. Umgekehrt wäre für den „Finanzplatz Deutschland“ mit deutlichen Wettbewerbsnachteilen zu rechnen, wenn eine entsprechende Regelung zunächst nur nach Maßgabe des deutschen Rechts – und nicht sogleich im Wege der gemeinschaftsrechtlichen Rechtsetzung – eingeführt würde. Dies bestätigt einmal mehr unsere eingangs formulierten Vorbehalte gegen ein legislatives „Vorpreschen“ des hiesigen Gesetzgebers.

Mindestverweildauer von Orders

Der Vorschlag des Europäischen Parlaments zur MiFID II sieht vor, dass regulierte Märkte ihre Handelssysteme so parametrisieren müssen, dass eingestellte Aufträge erst nach Ablauf einer Mindestverweildauer („*Minimum-Resting-Time*“) von 500 Millisekunden gelöscht oder abgeändert werden können.¹⁰ Diese aus unserer Sicht begrüßenswerte Regelung zielt darauf ab, Handelsteilnehmern die Annahme von Angeboten, die durch Hochfrequenzhändler in die Handelssysteme eingestellt werden zu ermöglichen und damit Orders ohne tatsächliche Handelsabsicht zu unterbinden.

Leider wurde dieser Regelungsvorschlag in dem vorliegenden Gesetzentwurf nicht aufgegriffen. Dies ist umso verwunderlicher, als die Gesetzesbegründung zu §§ 26a, 26b BörsG (Artikel 1 Nr. 10 HochfrequenzhandelsgesetzE) ausdrücklich darauf hinweist, dass die zu beobachtende Praxis, dass Hochfrequenzhändler eine Vielzahl von Orders in die Handelssysteme einstellen, welche in kürzester Zeit wieder storniert werden, um so das Ordervolumen anderer Handelsteilnehmer auszuloten und/oder den Preis alleine durch die Ordereinstellung in eine gewünschte Richtung zu bewegen und anschließend auszunutzen, für sich genommen bereits ein Risiko für den ordnungsgemäßen Börsenhandel darstellt.

In diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass § 24 Abs. 2 BörsG u. a. vorschreibt, dass Angebote den Handelsteilnehmern „*zugänglich und die Annahme der Angebote möglich sein*“ müssen. Genau dies jedoch wird durch die oben beschriebene Praxis *de facto* verhindert, wenn es Hochfrequenzhändlern u. a. aufgrund von „*Co-Location-Services*“ ermöglicht wird, den so gewonnenen technologischen Latenz-Vorteil in einer Art und Weise auszunutzen, dass eine Reaktion der übrigen Handelsteilnehmer auf (ohne Handelsabsicht) eingestellte Orders faktisch unmöglich gemacht wird. – Eine gesetzlich vorgeschriebene Mindestverweildauer wäre ein sachgerechtes und wirksames Mittel, dem geschilderten Problem zu begegnen.

Von den Gegnern der Einführung einer solchen „*Minimum-Resting-Time*“ wird zumeist ins Feld geführt, dass hierdurch das sog. „*Free-Trading-Option-Problem*“ verschärft würde. Gemeint ist hiermit der Umstand, dass in einem offenen Limit-Orderbuch eingestellte Kauf- und Verkaufsaufträge aus Sicht der übrigen Handelsteilnehmer als kostenlose Verkaufs- bzw. Kaufoptionen betrachtet werden könnten. Handelsteilnehmer könnten beim Eintreffen neuer Informationen, welche einen höheren oder niedrigeren Preis rechtfertigen, diese „*Optionen*“ zu ihrem Vorteil ausnutzen, sofern die Orderlimite nicht schnell genug angepasst werden.

Wir halten das Argument jedoch nicht für überzeugend: Zwar ist die Analyse des „*Free-Trading-Option-Problems*“ im Grundsatz richtig, allerdings wird hierbei ein Tatbestand beschrieben, welcher Handelssystemen auf der Grundlage von offenen Limit-Orderbüchern allgemein zukommt. Ungeachtet dessen haben sich offene Limit-Orderbücher global zum vorherrschenden Marktmodell im elektronischen Handel entwickelt. Zudem lässt sich überzeugend argumentieren, dass gerade der Hochfrequenzhandel in erheblichem Maße vom Phänomen der „*Free-Trading-Options*“ profitiert. Aufgrund der beschriebenen Latenz-Vorteile sind es faktisch gerade – wenn nicht gar ausschließlich – Hochfrequenzhändler, die heute „*Free-Trading-Options*“ zu ihrem Vorteil ausnutzen können, da es Handelsteilnehmern mit einer weniger schnellen Marktanbindung (etwa

aufgrund fehlender „Co-Location“-Vereinbarung) technisch gar nicht möglich ist, ihre Order schnell genug an eine veränderte Marktlage anzupassen.

¹ Denkbar wäre beispielsweise eine Vorgabe, wonach Handelssysteme so zu parametrisieren sind, dass Investoren vor dem Einstellen eines Auftrags darüber entscheiden können, ob über „Co-Location-Services“ betriebene Handelsrechner direkten oder nur einen zeitverzögerten Zugriff auf die eingestellten Aufträgen haben sollen.

² European Parliament, Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast) (COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)), 05.10.2012, [A7-0306/2012], im Folgenden „Ferber-Report“, Article 4 paragraph 30.

³ Ebda.

⁴ Ebda, Article 4 paragraph 30a.

⁵ Ebda, Article 4 paragraph 30b. Die dort genannten typischen Merkmale einer Hochfrequenzhandelsstrategie lauten:

“(i) it uses co-location facilities, direct market access or proximity hosting;

(ii) it relates to a daily portfolio turnover of at least 50 %;

(iii) the proportion of orders cancelled (including partial cancellations) exceeds 20 %;

(iv) the majority of positions taken are unwound within the same day;

(v) over 50 % of the orders or transactions made on trading venues offering discounts or rebates to orders which provide liquidity are eligible for such rebates”.

⁶ Vgl. Stellungnahme des Bundesrates zum vorliegenden Gesetzentwurf vom 23.11.2012, Anlage 3 der Sitzungsdokumente, S. 9 f.

⁷ Ebda, Punkt 6 Buchst. b und c.

⁸ Vgl. Ferber-Report, a.a.O., Article 4 paragraph 30a

⁹ Der Vorschlag des Europäischen Parlaments zur MiFID Überarbeitung sieht in diesem Zusammenhang die Mandatierung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zur Aus-

arbeitung „Technischer Standards“ für die inhaltlich komplexe Bestimmung angemessener Mindestpreisänderungsgrößen vor. Vgl. Ferber-Report, a.a.O., Article 51a Paragraph 3. Zudem bemüht sich – worauf die Gesetzesbegründung zu § 26b BörsG (Artikel 1 Nr. 10 HochfrequenzhandelsgesetzE) ausdrücklich hinweist – der europäische Börsenverband FESE gegenwärtig um eine harmonisierte Regelung.

¹⁰ Ferber-Report, a.a.O., Article 51 Paragraph 1b.