

Position des BVI¹ zum Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz) vom 26. November 2012, Drucksache 17/11631

1. Einführung

Wir begrüßen die weltweiten Initiativen zur Regulierung des Hochfrequenzhandels. Bereits in der Vergangenheit hat sich der BVI für eine anlegerfreundliche Regulierung des Hochfrequenzhandels auf europäischer Ebene eingesetzt. Wir setzen uns für eine Regulierung des Hochfrequenzhandels auf deutscher Ebene in enger inhaltlicher und zeitlicher Anpassung an die Vorschriften der europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID ein. Nur durch eine einheitliche EU-Regelung werden für alle Marktteilnehmer gleiche Wettbewerbs- und stabile Rahmenbedingungen geschaffen und einseitige Nachteile für den Finanzplatz Deutschland abgewendet.

Die deutsche Fondsbranche steht dabei dem Hochfrequenzhandel kritisch gegenüber. Typische Hochfrequenzhändler (HFT) verhindern insbesondere im Aktienhandel einen für alle Marktteilnehmer fairen Handel. Unsere Mitglieder geben in der Regel große Aktienvolumen zum Handel an einen Broker weiter. Dabei gehen sie möglichst marktschonend vor.

Algorithmische Handels- und Absicherungsstrategien werden in der Fondsbranche zur Umsetzung der Verpflichtung zur bestmöglichen Orderausführung (Best Execution) und einer effizienten Portfolioallokation eingesetzt, z.B. durch die Anwendung des Constant Proportion Portfolio Insurance Ansatzes (CPPI). Sie kommen damit der Fondsperformance des (Langfrist-) Anlegers und damit dem Altersvorsorgesparer zugute.

Hochfrequenzhändler versuchen demgegenüber, über den Eigenhandel möglichst viele Geschäfte gewinnbringend durchzuführen. Hochfrequenzhändler versuchen, z.B. aus handelstaktischen Gründen die von professionellen Anlegern gehandelten großen Volumen an Aktien auszuspähen. Die von Hochfrequenzhändlern bereitgestellten Angebote werden sehr schnell eingestellt, geändert bzw. gelöscht, bevor der normale (Langfrist-) Anleger darauf reagieren kann. Nicht Marktkenntnis, sondern allein Geschwindigkeit wird zum Renditetreiber.

2. Definition des Hochfrequenzhandels

Es ist erforderlich, die weite Definition des algorithmischen Handels in § 33 Absatz 1 (a) WpHG-E definitorisch auf Hochfrequenzhandelsstrategien zu begrenzen. Diese Definition sollte auf Basis der im Europäischen Parlament definierten Kriterien direkt im Gesetz oder hilfsweise durch eine Rechtsver-

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Investmentindustrie. Seine 78 Mitglieder verwalten derzeit rund 2,0 Billionen Euro in Publikumsfonds, Spezialfonds und Vermögensverwaltungsmandaten. Mit der Interessenvertretung der Mitglieder engagiert sich der BVI für bessere Rahmenbedingungen für die Investmentanleger. Zugleich setzt sich der Verband für die Chancengleichheit aller Anleger an allen Wertpapiermärkten ein. Mit Bildungs- und Aufklärungsaktivitäten will der BVI zudem den Bürgern dazu verhelfen, sinnvolle Finanzentscheidungen zu treffen. Die Mitgliedsgesellschaften des BVI betreuen direkt oder indirekt das Vermögen von rund 50 Millionen Menschen in rund 21 Millionen Haushalten.



ordnung erfolgen. Eine unterschiedslose Anwendung der auferlegten System- und Risikokontrollpflichten auf alle Nutzer des algorithmischen Handels bringt keinen Gewinn an systemischer Sicherheit, erhöht aber den Aufwand bei der Marktüberwachung und den Marktteilnehmern. Fondsgesellschaften (Kapitalanlagegesellschaften und selbstverwaltende Investmentaktiengesellschaften) sollten als Kunden von Brokern nicht verpflichtet werden, bei der Ausführung von Geschäften mit algorithmischer Komponente den in § 33 Absatz 1 (a) WpHG-E auferlegten System- und Risikokontrollpflichten wie ein Broker unterstellt zu werden. Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwalter sind insoweit auszunehmen, als sie keine HFT-Strategien verwenden.

Fondsmanager nutzen keine Hochfrequenzhandelsstrategien, um auf eigene Rechnung möglichst viele gegenläufige Geschäfte in sehr kurzer Zeit gewinnbringend abzuwickeln. Investmentfonds tätigen keine Geschäfte mit Hilfe von Hochfrequenzhandelsstrategien, die die Stabilität und die Integrität der Finanzmärkte gefährden oder schädliche Anreize für die Finanzmarktteilnehmer setzen können. Das den Kapitalanlagegesellschaften anvertraute Investmentvermögen wird von den Fondsmanagern u.a. auch durch den Einsatz von algorithmischen Handelsstrategien angelegt. Dabei verwalten Fondsgesellschaften das anvertraute Vermögen ausschließlich im Interesse der Anleger. Fondsgesellschaften verfügen daher über kein Handelsbuch-Geschäft.

Die meisten Kapitalanlagegesellschaften geben die Ausführung der Aufträge an einen Broker weiter, der die Aktiengeschäfte mit algorithmischer Komponente entsprechend den Vorgaben der Fondsgesellschaften ausführt. Bei der Ausführung von Aktiengeschäften müssen aufgrund der fragmentierten europäischen Handelslandschaft mit über 50 verschiedenen Börsen und Handelsplattformen überwiegend auch algorithmische Komponenten zum Einsatz kommen. Die wertpapierrechtliche Vorgabe zur bestmöglichen Orderausführung bedingt, bei der Ausführung der Aufträge der Aktiengeschäfte auch algorithmische Komponenten (z.B. sogenannte Smart Order Routing Funktionen (SOR)) zu verwenden, um verschiedene Liquiditätsquellen (z.B. Börsen, MTFs etc.) gleichzeitig abzufragen und damit den für den Anleger besten Preis zu erzielen.

Wir würden außerdem begrüßen, wenn in § 16 Absatz 2 Nummer 3 Börsengesetz-E nur HFT-Handelsalgorithmen der Aufsicht auf Anforderung anzugeben sind. Auch sind wir der Auffassung, dass die Kenntlichmachung und die Bereitstellung der HFT-Handelsalgorithmen auf Nachfrage der Aufsicht primär von den Börsen und den Betreibern eines multilateralen Handelssystems sowie den direkten HFT-Handelsteilnehmern zu erfüllen sind.

Fondsgesellschaften geben Aufträge zur Ausführung von Aktiengeschäften an die genehmigten Broker und verwenden dabei meistens deren Handelsalgorithmen. Die Dokumentation aller Änderungen und ggf. Bereitstellung der von Fondsgesellschaften verwendeten, aber regelmäßig von Dritten bereitgestellten Handelsalgorithmen ist technisch komplex und aufwändig. Im Übrigen kann die Fondsgesellschaft nicht ermitteln und kennzeichnen, welche Algorithmen auf weiteren Ebenen der Ausführungskette von Brokern eingesetzt werden.

Im Übrigen geben wir zu bedenken, dass jede Kennzeichnung der Geschäfte mit algorithmischen Komponenten angesichts der weiten Verbreitung des algorithmischen Handels dazu führt, dass sehr viele Geschäfte die Kennzeichnung tragen werden und der Erkennungswert für die Aufsicht gering ist. Besser ist die Kennzeichnung der definierten HFT-Geschäfte.



3. Mindesthaltefrist für eingestellte Aufträge

Wir begrüßen das vorgeschlagene Regelwerk für Handelsteilnehmer an Börsen und multilateralen Handelssystemen, die Hochfrequenzhandelsstrategien nutzen. Wir sind der Ansicht, dass Börsen und multilaterale Handelssysteme umfassende Schutzmechanismen vorzusehen haben, wenn diese HFT-Händlern die Nutzung ihrer technischen Infrastruktur ermöglichen. Auch aus Gründen der systemischen Sicherheit der Handelsplätze sollte es kein technologisches Wettrennen unter den Markt- und Handelsteilnehmern um den schnellsten Ausführungsweg zu einem Handelsplatz geben. Zu den unabdingbaren Schutzmechanismen gehören auch Mindesthaltefristen für die von Hochfrequenzhändlern eingestellten Aufträge. Die Einführung einer Mindesthaltefrist sollte auf europäischer Ebene erfolgen, um einseitige Marktverwerfungen für den deutschen Finanzstandort zu verhindern. Als Basis einer Mindesthaltefrist könnte die vom EU-Parlament geforderte Haltedauer von 500 Millisekunden dienen.

Die Mindesthaltefrist schafft vergleichbare Handelsbedingungen für alle Anleger unabhängig von deren Größe oder finanzieller und technischer Ausstattung. Sie verhindert insbesondere, dass die Schnelligkeit in dem Ausnutzen von Orderlaufzeiten aus handelstaktischen Gründen, z.B. durch das „Dazwischendrängen“ des HFT-Händlers bzw. das „Wegreißen“ der Order nach dem ersten Trade, verhindert wird. Der HFT-Händler ist dann gezwungen, Liquidität real bereitzustellen und diese nicht nur vorzuspielen. Einseitige, allein auf Geschwindigkeit der Handelssysteme beruhende Vorteile (z.B. durch sog. Co-Location im Computerzentrum der Börse) werden etwas neutralisiert und allen Anlegern die Möglichkeit eingeräumt, auf die eingestellten Aufträge zu handeln. Die Börse kommt damit ihrer Hauptfunktion, der Realwirtschaft den Zugang zu Kapital zu gewähren, wieder etwas mehr entgegen, da der echte Anleger, der auf Basis des Wertes eines Finanzinstrumentes handelt, nicht mehr strukturell im Nachteil ist gegenüber solchen Marktteilnehmern, die in der Lage sind, am schnellsten zu handeln. Mindesthaltefristen verhindern auch eine weitere Konzentration der Zahl der Handelsteilnehmer auf die wenigen Institute, die finanziell in der Lage sind, die bereits jetzt sehr hohen und weiterhin steigenden Technikkosten für einen immer schnelleren Ausführungsweg zu den Handelsplätzen zu stemmen.

Anhang

Artikel 3: Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Nummer 6: § 33 Absatz 1(a) WpHG-E: Definition des Hochfrequenzhandels

Hinsichtlich einer Abgrenzung des algorithmischen Handels vom Hochfrequenzhandel schlagen wir folgende Änderungen des § 33 Absatz 1(a) WpHG-E vor, die sich an den MiFID-Entwürfen des EU-Parlamentes, (ECON, vgl. Artikel 4, Nummer 30 (a) und (b) MiFID¹) orientieren:

„(1a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss zusätzlich die in diesem Absatz genannten Bestimmungen zum Hochfrequenzhandel einhalten, wenn es in der Weise Handel mit Finanzinstrumenten betreibt, dass ein Computeralgorithmus die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmt, ohne dass es sich um ein System handelt, das nur zur Weiterleitung von Aufträgen zu einem oder mehreren Handelsplätzen oder zur Bestätigung bzw. Ausführung von Aufträgen Kundenaufträgen oder zur Erfüllung einer rechtlichen Verpflichtung durch die Bestimmung eines solchen Auftragsparameters verwendet wird (~~algorithmischer Handel~~). Auftragsparameter im Sinne des Satzes 1 sind insbesondere Entscheidungen, ob der Auftrag eingeleitet werden soll, über den Zeitpunkt, Preis oder Quantität des Auftrags oder wie der Auftrag nach seiner Einreichung mit eingeschränkter oder überhaupt keiner menschlichen Beteiligung bearbeitet wird.

Hochfrequenzhandel meint den algorithmischen Handel mit einem Finanzinstrument in einer Geschwindigkeit, bei der die physische Latenz des Mechanismus für die Übermittlung, Stornierung oder Änderung von Aufträgen zum entscheidenden Faktor im Hinblick auf die benötigte Zeit zur Übermittlung des Auftrags an einen Handelsplatz oder zur Ausführung eines Geschäfts wird.

Eine Hochfrequenzhandelsstrategie ist eine Handelsstrategie für den auf eigene Rechnung erfolgenden Handel mit einem Finanzinstrument, die den Hochfrequenzhandel einbezieht und mindestens zwei der folgenden Merkmale aufweist:

a) Nutzung von Co-Location-Einrichtungen, direkter Marktzugang oder Proximity Hosting;

b) der tägliche Portfolioumsatz liegt bei mindestens 50 %;

d) der Anteil der stornierten Aufträge (inkl. teilweiser Stornierungen) liegt bei über 20 %;

e) über 50 % der Aufträge oder der Geschäfte erfolgen auf Handelsplätzen, die Abschläge oder Rabatte für liquiditätsspendende Aufträge anbieten und sind für solche Rabatte berechtigt.

¹Vgl. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2012-0406&format=XML&language=DE#BKMD-8>



Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Hochfrequenzhandelsstrategien algorithmischen Handel betreibt, muss über Systeme und Risikokontrollen verfügen, die sicherstellen, dass

- 1. seine Handelssysteme belastbar sind, über ausreichende Kapazitäten verfügen und angemessenen Handelsschwellen und Handelsobergrenzen unterliegen;*
- 2. die Übermittlung von fehlerhaften Aufträgen oder eine Funktionsweise des Systems vermieden wird, durch die Störungen auf dem Markt verursacht oder ein Beitrag zu diesen geleistet werden könnten;*
- 3. seine Handelssysteme nicht für einen Zweck verwendet werden können, der gegen die europäischen und nationalen Vorschriften gegen Marktmissbrauch oder die Vorschriften des Handelsplatzes verstößt, mit dem sie verbunden ist.*

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Hochfrequenzhandel algorithmischen Handel betreibt, muss ferner über wirksame Notfallvorkehrungen verfügen, um mit unvorhergesehenen Störungen in seinen Handelssystemen umzugehen, und sicherstellen, dass seine Systeme vollständig geprüft sind und ordnungsgemäß überwacht werden. Es muss darüber hinaus sicherstellen, dass jede Änderung eines zum Handel verwendeten Computeralgorithmus dokumentiert wird.“

Nummer 1: § 2 Absatz 3 Satz 1 Nummer 2 (d) WpHG-E

Um sicherzustellen, dass eine von der Fondsgesellschaft in Auftrag gegebene Ausführung eines Aktiengeschäftes mit algorithmischer Komponente auf der nachgelagerten Ausführungsebene nicht als HFT-Auftrag umgedeutet werden kann, schlagen wir in § 2 Absatz 3 Satz 1 Nummer 2 (d) WpHG-E folgende Änderung vor:

„d) Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung mittels einer Hochfrequenzhandelsstrategie im Sinne des § 33 Absatz 1a Satz 1 als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder multilateralen Handelssystems mittels des Einsatzes von Rechnern, die in Sekundenbruchteilen Marktpreisänderungen erkennen, Handelsentscheidungen nach vorgegebenen Regeln selbständig treffen und die zugehörigen Auftragsparameter entsprechend dieser Regeln selbständig bestimmen, anpassen und übermitteln, auch ohne Dienstleistung für andere,“

Nummer 3: § 4 Absatz 3 (a) WpHG-E

Damit die Eingriffsbefugnisse der BaFin nur den Hochfrequenzhandel umfassen, ist § 4 Absatz 3 (a) WpHG-E wie folgt zu ändern:

„(3a) Die Bundesanstalt kann von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das algorithmischen Handel Hochfrequenzhandel im Sinne des § 33 Absatz 1a Satz 1 betreibt, jederzeit Informationen über seinen algorithmischen Handel Hochfrequenzhandel und die für diesen Handel eingesetzten Systeme anfordern, soweit dies auf Grund von Anhaltspunkten für die Überwachung der Einhaltung eines Verbots oder Gebots dieses Gesetzes erforderlich ist. Die Bundesanstalt kann insbesondere eine Beschreibung der algorithmischen Handelsstrategien Hochfrequenzhandelsstrategien, der Einzelheiten zu den Handelsparametern oder Handelsobergrenzen, denen das System unterliegt, der wichtigsten Verfahren zur Überprüfung der Risiken

und Einhaltung der Vorgaben des § 33 sowie der Einzelheiten über seine Systemprüfung verlangen.“

Nummer 4 a) cc): § 31f Absatz 1 Nummern 7 bis 11 WpHG-E

Entsprechend ist auch in § 31f Absatz 1 Nummer 11 WpHG-E eine Änderung vorzunehmen:

„Regelungen für die Kennzeichnung der durch den ~~algorithmischen Handel~~ Hochfrequenzhandel im Sinne des § 33 Absatz 1a Satz 1 erzeugten Aufträge durch die Handelsteilnehmer ~~und die Kenntlichmachung der hierfür jeweils verwendeten Handelsalgorithmen~~ festzulegen.“

Nummer 4 neu: § 31f WpHG: Mindesthaltefrist für eingestellte Aufträge

Zur Umsetzung der Mindesthaltefristen schlagen wir folgende Ergänzung vor:

Neu: § 31f Absatz 1 Nummer 12 WpHG

„12. sicherzustellen und zu überwachen, dass alle Aufträge von Handelsteilnehmern, die in das System eingegeben werden, mindestens eine bestimmte Zeit gültig sind. Nähere Bestimmungen sind in den Handelsregeln der Betreiber eines multilateralen Handelssystems festzulegen.“

Artikel 1: Änderung des Börsengesetzes

Nummer 10 neu: § 26c BörsG: Mindesthaltefristen für eingestellte Aufträge

Damit die Mindesthaltefristen auch für den Börsenhandel gelten, schlagen wir daher im Börsengesetz folgende Ergänzung parallel zu unseren Vorschlägen im WpHG vor:

Neu: § 26c BörsG

„Die Börse hat über wirksame Systeme, Verfahren und Vorkehrungen zu verfügen, um sicherzustellen, dass alle Aufträge, die von einem Mitglied oder Teilnehmer in das System eingegeben werden, mindestens eine bestimmte Zeit gültig sind. Nähere Bestimmungen sind in der Börsenordnung zu regeln.“

Nummer 5: § 16 Absatz 2 Nummer 3 BörsG-E: Kennzeichnungspflicht für Hochfrequenzhandelsstrategien

Um die Kennzeichnungspflicht auf Hochfrequenzhandelsstrategien zu beschränken, ist folgende Änderung in § 16 Absatz 2 Nummer 3 BörsG-E erforderlich:

„3. die Kennzeichnung der durch ~~algorithmischen Handel~~ den Hochfrequenzhandel im Sinne des § 33 Absatz 1a Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes erzeugten Aufträge durch die Handelsteilnehmer ~~und die Kenntlichmachung der hierfür jeweils verwendeten Handelsalgorithmen~~.“

Artikel 2: Änderung des Kreditwesengesetzes

Nummer 2: § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4d KWG-E

Um sicherzustellen, dass eine von der Fondsgesellschaft in Auftrag gegebene Ausführung eines Aktiengeschäftes mit algorithmischer Komponente auf der nachgelagerten Ausführungsebene nicht als HFT-Auftrag umgedeutet werden kann, schlagen wir in § 1 Absatz 1a Satz 2 Nummer 4d KWG-E folgende Änderung vor:

„d) Kaufen oder Verkaufen von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung mittels einer Hochfrequenzhandelsstrategie im Sinne des § 33 Absatz 1a Satz 1 als unmittelbarer oder mittelbarer Teilnehmer eines inländischen organisierten Marktes oder multilateralen Handelssystems mittels des Einsatzes von Rechnern, die in Sekundenbruchteilen Marktpreisänderungen erkennen, Handelsentscheidungen nach vorgegebenen Regeln selbständig treffen und die zugehörigen Auftragsparameter entsprechend dieser Regeln selbständig bestimmen, anpassen und übermitteln, auch ohne Dienstleistung für andere,“

Artikel 4: Änderung des Investmentgesetzes

Dem § 9a Absatz 1 des Investmentgesetzes werden folgende Sätze angefügt:

„§33 Absatz 1a des Wertpapierhandelsgesetzes gilt entsprechend. Die Vorschrift findet keine Anwendung auf Anteile an Investmentvermögen, die innerhalb eines anderen Investmentvermögens oder einer durch Vertrag geregelten elektronisch initiierten Anlagestrategie ge- und verkauft werden.“

Begründung:

Im Rahmen der Altersvorsorge mit Investmentfonds können beispielsweise Constant Proportion Portfolio Insurance Ansätze (CPPI) zum Einsatz kommen. Auf diese Anlagestrategien sollte § 33 Absatz 1a WpHG-E keine Anwendung finden.

Folgende Gründe sprechen für eine Ausnahmeregelung für Investmentvermögen, die auf CPPI-Strategien basieren:

- Die Gesetzesneufassung spricht vom „Handel mit Finanzinstrumenten“. Bei einer klassischen Definition vom „Handel“ ist davon auszugehen, dass der Austausch von Gütern zwischen Wirtschaftssubjekten gemeint ist. Nach dem durchgeführten Handel bleibt das gehandelte Wirtschaftsgut vorhanden. Es wechselt nur den Besitzer bzw. den Eigentümer. Im Rahmen der CPPI-Produktstrukturen werden die Anteile am Investmentvermögen ge- und verkauft. Bei einem Verkauf der Fondsanteile sind diese nach der Order aber nicht mehr vorhanden. Die Anteile am Investmentvermögen werden „zurückgegeben“. Dies entspricht nicht der genannten Definition des Handelns und ist somit ein Anhaltspunkt dafür, dass die zum Beispiel in CPPI-Strategien enthaltenen fondsbasierten Produkte (z.B. Aktien- oder Mischfonds) nicht dem Anwendungsbereich unterliegen.



- Die WpHG-Entwurfsfassung enthält die Definition des Begriffs „Auftragsparameter“. Hierbei muss der Auftrag „mit eingeschränkter oder überhaupt keiner menschlichen Beteiligung bearbeitet“ werden. Grundsätzlich können CPPI-Modelle auf der ersten Ebene mit Umschichtungen zwischen einzelnen Investmentfonds arbeiten. Diese Käufe und Verkäufe werden modellgemäß automatisiert initiiert und unterliegen nur sehr eingeschränkt unmittelbar einem menschlichen Eingriff. Auf der zweiten Ebene innerhalb der Investmentfonds entscheiden Fondsmanager über die Zusammensetzung des Portfolios und damit über den Kauf und Verkauf der einzelnen Finanzinstrumente. Auf der letztgenannten Investmentstufe werden im Rahmen des Anlageprozesses die Anlageentscheidungen von Menschen getroffen. Auch dies führt zu einer Ausnahmeregelung für fondsbasierte Produkte, die grundsätzlich auf CPPI-Strategien basieren.
- Grundsätzlich werden im Rahmen von CPPI-Strategien, die auf fondsbasierten Produkten basieren, Umschichtungen im Fondsportfolio in der Regel nur einmal börsentäglich vorgenommen. Die Umschichtungen führen somit zunächst nicht unmittelbar zu einem Kauf eines einzelnen Finanzinstrumentes. Ein unmittelbarer Einfluss auf die Marktpreise ist nicht vorhanden.