

An die Vorsitzende

Finanzausschuss des Deutschen Bundes-  
tags*Frau Dr. Birgit Reinemund, MdB*Platz der Republik 1  
**11011 B e r l i n**

Ihr Zeichen:

Ihre Nachricht vom:

Unser Zeichen:

Datum: 14.01.13

**Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum „Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel - Hochfrequenzhandelsgesetz“ (Drucksache 17/11631), am 16. Januar 2013 in Berlin*****Hochfrequenzhandel entschleunigen und bändigen: Irrationale Preisbildung, Manipulationen und Marktmissbrauch verhindern*****1. Einordnung des Gesetzes zum Turbo-Roboter-Handel innerhalb einer umfassenden Ordnung der Finanzmärkte**

Die entscheidende Ursache der jüngsten Finanzmarktkrise ist die Kreation von rein spekulativen Finanzmarktinstrumenten, die ursprünglich als Innovationen gefeiert wurden und sich später als toxische Produkte entpuppt haben. Es handelt sich um Spekulationspapiere, die nicht durch Finanzierungsfunktionen für die Produktionswirtschaft (ohne monetäre Finanzinstitute, MFI) zu rechtfertigen sind. Vielmehr geht es um reine Spekulations- bzw. Wettinstrumente. Die Basis bildet ein kaum noch überschaubares Angebot an rein spekulativen Derivaten. Im Juni 2012 überstieg das Volumen der gehandelten Derivate die Weltproduktion um das Neunfache. Der Großteil der Geschäfte hat kaum noch etwas mit Finanzierungsanforderungen aus der Produktionswirtschaft zu tun. Beispiele sind: strukturierte Wertpapiere (CDO), Kreditausfallversicherungen (CDS), Zertifikate, Leerverkäufe, Zinsdifferenzgeschäfte. Bei den strukturierten Wertpapieren wird das mit der Hypothekenvergabe entstehende Risiko aus der vermittelnden Bank durch Mehrverfachverpackung anonymisiert ausgelagert. Die Produktion dieser Spekulationsinstrumente sowie der Eigenhandel zum Großteil außerhalb der Börsen („Over the Counter“) erklärt vor allem die Krisenanfälligkeit des spekulativen Investmentbanking in Großbanken, die im Falle drohender Insolvenz wegen ihrer systemischen Relevanz dann zu Lasten der öffentlichen Haushalte durch den Staat gerettet werden müssen. Zugleich haben sich Handelstechniken für die Finanzmarktprodukte an den Börsen grundlegend verändert. Hierfür stehen die Plattformen des Hochfrequenzhandels (HFH). Erhöhte Geschwindigkeiten beim Verkauf und Kauf von Wertpapieren sowie die Automatisierung von Entscheidungsabläufen kennzeichnen diesen Turbohandel.

## 2. Die Kernaufgabe: Den Hochfrequenzhandel bändigen

Die Plattformen und Techniken des Handels mit diesen Finanzmarktinstrumenten sind erst in den letzten Jahren massiv revolutioniert worden. Im Mittelpunkt steht der Hochfrequenzhandel (HFH), bei dem in Bruchteilen von Sekunden Entscheidungen automatisiert abgewickelt werden. Dieser Turbohandel ist jedoch nicht die eigentliche Ursache der extrem gewachsenen Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte. Im Mittelpunkt stehen die rein spekulativen Finanzmarktprodukte, die die Objekte des Hochfrequenzhandels sind. Allerdings wird durch diesen Turbohandel die Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte beschleunigt und vertieft. Die Volatilität dieser Finanzmarktprodukte nimmt zu. An die Stelle einer rationalen Preis- und Erwartungsbildung tritt eine gefährliche Irrationalisierung - auch durch missbräuchliche Marktmanipulationen. Die dem HFH zugerechneten ökonomischen Vorteile wie die Marktvertiefung und ausgeweitete Liquidität und Verteilung der Risiken auf verschiedene Marktteilnehmer werden durch die negativen Folgen für die Finanzmärkte sowie darüber hinaus für die Gesamtwirtschaft zunichte gemacht.

Daher gibt es im Zuge der Neuordnung von Finanzmarktprodukten durch Ge- und Verbote sowie aufsichtsrechtlichen Kontrollen einen dringenden Handlungsbedarf zur Risikominderung durch die Entschleunigung des Hochfrequenzhandels. Gesetzliche Regelungen in Deutschland, in der EU sowie für die gesamte Weltwirtschaft (durch die G-20- Gruppe) sind erforderlich. Denn die Beispiele irrationaler, zum Teil manipulierter Kursveränderungen, die die Gesamtwirtschaft bedrohen und Staaten fiskalisch belasten, häufen sich. Zu den hervorstechenden Ereignissen zählt der „Flash Crash“ vom 6. Mai 2010 an der New Yorker Börse. In einer 15-minütigen Phase ist an der New Yorker Börse ein von der normalen Volatilität abweichender, erheblicher Kurssturz ausgelöst worden. Kursverluste, die ihren Ursprung nicht im HFH haben, sind durch extrem schnelle Transaktionen und Herdenverhalten verschärft worden. Die Kurse entfernten sich von den üblichen Werten, ohne dass dazu Nachrichten über eine Verschlechterung der ökonomischen Lage der betroffenen Aktiengesellschaften Anlass gaben. Dieses verallgemeinerbare Beispiel widerlegt auch die übliche Rechtfertigung, durch den HFH würde Liquidität verfügbar gemacht. Vielmehr kam es zu einer irrationalen Scheinliquidität, deren Substanzlosigkeit nach Beendigung dieser durch das Börsensystem ausgelösten Irritation schnell sichtbar wurde.

Der HFH muss nach vielen Pannen endlich zugunsten der Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung von belastenden Drittwirkungen reformiert werden. Dieser Intention folgt der vorliegende Entwurf zu einem Hochfrequenzhandel-Gesetz in Deutschland. Dieser deutsche Alleingang mit diesem Gesetz, das zwar mit den derzeit geltenden und geplanten Regelungen in der EU abgestimmt ist, verdient Anerkennung. Um jedoch dem Pilotcharakter gerecht zu werden, sollte ein zielorientiert effizientes Regelwerk geschaffen werden. Allein schon die gigantische Dimension des Turbohandels verlangt eine grundlegende Reform.

Von der gesetzlichen Regelung werden in Deutschland bis zu 40-50% der Handelsumsätze an den Börsen betroffen sein. Die direkten Akteure sind die derzeit um die 20 HFH-Dienstleistungsunternehmen, die innerhalb des gesamten Börsensystems vernetzt sind. Zum Gesamtsystem zählen auch die Auftraggeber, die den Turbohandel nutzen. Sie müssen ebenfalls in das Regelwerk einbezogen werden.

Die Ansatzpunkte und die notwendige Intensität der Regulierungen zeigt die Beschreibung der Funktionsweise des HFH:

Die neue Art von Handelsgeschäften basiert auf einer gigantischen Steigerung der Computerkapazitäten und kaum noch vorstellbaren Übertragungsgeschwindigkeiten. Handlungen auf diesen Märkten erfolgen in Bruchteilen von Sekunden. Die Technik wird immer weiter entwickelt. Heute können bis zu 250 000 Transaktionen je Sekunde mit Computern bearbeitet werden. Nach Aussagen großer Hedgefonds konzentriert sich die Forschung auf das Ziel, die Zahl der Transaktionen auf über 400000 je Sekunde zu erhöhen. Im Spätsommer 2011 hat die Schweizer Börse SIX mitgeteilt, der Hochgeschwindigkeitshandel könne künftig um das 22-fache schneller als zuvor Kauf- und Verkaufsgebote sowie deren Stornierung börsenwirksam werden realisieren.

Im Mittelpunkt dieses Turbohandels stehen mathematisch hochkomplizierte Algorithmen, die die Handlungsabfolge unter Nutzung einer Grundstruktur an verknüpften Daten automatisiert. Änderungen der Daten und wirtschaftliche Informationen lösen eine exakte Handlungsautomatik aus. Der traditionelle Börsenhändler büßt dadurch an Bedeutung ein. Die Aktivitäten handelnder Personen beschränken sich auf die Einstellung der Ein- und Ausgabegeschwindigkeit sowie der Bandbreite der Kommunikationskanäle und der Leistungsfähigkeit der Massenspeichersysteme. Zum Bereich der verbleibenden Entscheidungen der Händler gehört auch die Fixierung der Rangfolge über bevorzugte Finanzmarktprodukte unter Nutzungen mikroökonomischer Daten und makroökonomischer Modelle. Auf dieser Basis wickeln die Algorithmen die Transaktionen ab. Handelnde Menschen werden in diesem Bereich durch automatisch getaktete Computer-Algorithmen abgelöst. Deshalb ist auch vom Turbo-Roboterhandel die Rede.

In die Algorithmen sind Orderketten eingebaut, die in hohem Maße missbrauchsanfällig sind. Ein Beispiel: In den Turbohandel werden massiv Aufträge für US-Aktien in das Börsensystem eingegeben. Dann werden diese blitzschnell zurückgezogen. Suggestiert wird eine die Kurse antreibende Nachfrage, die Kunden anlockt sowie die damit verbundene große Liquidität. Gehandelt wird in Millisekunden. Zur Erzielung des Profits sind zwar die ausgenutzten Preisdifferenzen gering, jedoch werden durch die Masse der Geschäfte hohe Gewinne erzielt.

Kauft beispielsweise ein Pensionsfonds eine Aktie aus dem Verkaufsangebot zu 5,10 €, dann kauft der Algorithmus das Papier von anderen, langsamer agierenden Marktteilnehmern zu 5,09 €, also mit einem Gewinn von 1 Cent. Der Algorithmus verfügt bewusst über keine Automatik, mit der auf die preistreibenden Scheinorder korrigierend reagiert wird.

Zum Nachweis der direkten Risiken und der externalisierten Gefahren liegen mittlerweile viele konkrete Beispiele vor. Um Fehlinformationen und Crashes zu vermeiden, müssen die algorithmischen Börsen von ihrer selbstzerstörerischen Eigendynamik befreit werden:

- Durch die millionenfache ausgelösten Order drohen selbst modernste hochkomplexe Handelssysteme zusammenzubrechen.
- Fehlerhaft programmierte bzw. in der Handlungsfolge fehlgesteuerte Prozesse können zu Zusammenbrüchen führen. Erkennbar ist, wie menschliche Fehler durch stur eingehaltene Algorithmen verschärft werden.
- Die Techniken des HFH lassen sich zu manipulativen Scheingeschäften missbrauchen. Durch eine Unmenge an Kaufaufträgen wird am Markt der Kurswert des Finanzmarktprodukts nach oben getrieben. Der Anbieter zieht sich plötzlich aus dem angezeigten Kauf zurück. Mit der Stornierung mehrer er seinen Gewinn aus den selbst erzeugten Kursdifferenzen. Die auf die Scheinangebote eingehenden Käufer erleben durch diese ein Scalping, das Fell wird ihnen über den Kopf gezogen.
- Schließlich wird die Irrationalisierung der Preisfindung an der Börse in die anderen Märkte transportiert. Verzerrungen im gesamten Marktpreissystem sind die Folge.

Durch diese Belastungen und Manipulationen kommen die zur Rechtfertigung des HF-Gesetzes vorgetragene Vorteile des algorithmischen Handels kaum zum Zuge. Als Vorteile werden zitiert: stärkere Marktintegration und Markteffizienz sowie die der Wirtschaft vermehrt angebotene Liquidität. Durch das unkontrollierte Turbobanking fallen die Kosten viel höher als die ökonomischen Vorteile aus. So wird beispielsweise eine Scheinliquidität geschaffen, die nach der Marktberuhigung wieder schnell verschwindet. Folge aus der Mischung von Manipulationen und Herdentrieb sind eine Irrationalisierung der Preisbildung sowie eine verstärkte Volatilität. Die Schnelligkeit der Börsengeschäfte hat einen hohen Preis. Zu Recht kommentiert die Deutsche Bundesbank in ihrem „Finanzstabilitätsbericht 2011“: „Insgesamt betrachtet ist der HFT (High Frequency Trading) somit nicht nur ein positiver Faktor für den Markt, sondern kann auch erheblich negative Auswirkungen haben, durch welche die Marktintegrität und –effizienz infrage gestellt werden und Risiken für die Finanzstabilität entstehen können“ (Finanzstabilitätsbericht 2011, S. 17).

**Intensität und der Grad der Regulierung hängen maßgeblich von der unterschiedlichen Bewertung der ökonomischen Vor- und Nachteile des Turbohandels ab. Der Gesetzentwurf der Bundesregierung überschätzt die Effizienz des derzeit obwaltenden algorithmischen Handels. Die im Detail vorgesehenen wichtigen Maßnahmen in diesem Gesetzentwurf zur Regulierung dieses Krisenzentrums reichen jedoch nicht aus.**

### **3. Bewertung der einzelnen Maßnahmen**

**- Aufsicht durch die BaFin:** Der gesamte Hochfrequenzhandel wird unter die Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gestellt. Zu Recht wird eine Zulassungspflicht für alle Hochfrequenzhändler vorgesehen. Dabei bleibt der Gesetzentwurf nicht stehen. Die Aufsicht wird über die derzeit um die 20 Hochfrequenz-Handels-Dienstleistungsunternehmen hinaus ausgeweitet. Alle Marktteilnehmer, die sich solcher Systeme bedienen, müssen zugelassen werden. Die Zugangsanbieter, die sog. Prime Broker gehören dazu. Das sind im Sinne des *Investmentgesetzes (InvG)* Unternehmen, die Vermögensgegenstände von Sondervermögen oder von bestimmten Investmentaktiengesellschaften verwahren und sich diese ganz oder teilweise zur Nutzung auf eigene Rechnung übertragen lassen und gegebenenfalls sonstige mit derartigen Investmentvermögen verbundene Dienstleistungen erbringen. Insgesamt reicht das geplante Regelsystem und damit die verliehene Aufsichts- und Interventionskompetenz nicht aus. Nachbesserungen sind erforderlich.

**- Auskunftersuchen:** Im Entwurf des Hochfrequenzhandels-Gesetz wird der BaFin das Recht eingeräumt, Auskunft über die Algorithmen, Handelsstrategien, Handelsparameter sowie auch Handelsobergrenzen, denen das System unterliegt, anzufordern. Allerdings dürfen die Auskünfte nur bei erkennbaren Anhaltspunkten für eine notwendige Überwachung eingeholt werden. Die der BaFin zugewiesene Rolle ist viel zu passiv und setzt zu spät ein. Ein verzögerter Kontrolleinsatz ist wegen der restriktiven Vorgaben vorprogrammiert.

Deshalb sollte das restriktiv gehaltene Auskunftersuchen unbedingt durch eine Pflicht zur Offenlegung und Genehmigung der Instrumente und Techniken der Turbo-trader-Dienstleistungsunternehmen abgelöst werden. Die Händler, die kein Interesse haben, sich in die Karten schauen zu lassen, müssen wegen der Drittwirkungen zur Transparenz gezwungen werden.

**- Identifikation:** Die Kennzeichnung der durch algorithmischen Handel erzeugten Aufträge sowie der Algorithmen ist vorgesehen. Diese Möglichkeit der Zuordnung von Aufträgen zu Auftragsgebern sollte gegenüber dem Gesetzentwurf gestärkt werden. Überprüft werden sollte die Erfassung der Identitätsnummern der eingesetzten Computer.

- **Order-Transaktionsverhältnis (OTV, Order to Trade Ratio):** Die Akteure im ultraschnellen Börsenhandel werden verpflichtet, ein angemessenes Verhältnis zwischen Auftragseingängen, -änderungen und -löschungen im Verhältnis zu den tatsächlich durchgeführten Geschäften einzuhalten. Es geht um die Vermeidung von Schein-Aufträgen, mit denen die Kurse manipulativ nach oben getrieben werden, um Kaufwillige, die an die ökonomisch begründete Kurssteigerung glauben, einzufangen. Gegen dieses Scalping von manipulierten Kunden wendet sich zu Recht die gesetzliche Regelung. Vorgesehen ist, das OTV für jeweils spezifische Finanzinstrumente innerhalb eines Monats sicherzustellen. Auf quantitative Vorgaben wie einen Prozentsatz verzichtet der Gesetzgeber. Im Mittelpunkt steht die wenig operativ nutzbare „Angemessenheit“. Die bisher vorgesehene Regelung suggeriert eher eine für die Turbohändler vorteilhafte Angemessenheit. Dafür sprechen auch die beiden Bedingungen, die der Gesetzgeber verlangt: Die Liquidität des betroffenen Finanzierungsinstruments, die konkrete Marktlage sowie die Funktion für die Unternehmenswirtschaft müssen berücksichtigt werden. Hier ist eine zielorientierte Präzisierung in der Rechtsverordnung erforderlich. Diese Rechtsverordnung muss sich in den Börsenordnungen wiederfinden.
  
- **Separate Entgelte:** Die gegen eine exzessive Nutzung der Börsensysteme durch blitzschnelle Orderaufträge, Änderungen und Löschungen gerichtete separate Gebühr gehen in die richtige Richtung. Die Höhe der Gebühr sollte sich an der Lenkungsfunktion ausrichten. Die Regelungen müssen in einer Rechtsverordnung, die den Börsen interessenbedingten Spielraum der Gestaltung nimmt, fixiert werden. Auch die dazu durch den Gesetzentwurf angestrebte Regelung belegt die Präferenz für eine Ordnung, die dem Turbohandel noch viel zu viele gefährliche Gestaltungsmöglichkeiten lässt. Denn der Gesetzgeber soll darauf achten, dass negative Auswirkungen auf die Stabilität des Systems vermieden werden sowie die Marktintegrität gesichert wird. Der latente Konflikt zwischen dem notwendigen Regulierungsbedarf einerseits und den ökonomischen Interessen der Börsen andererseits wird nicht gesehen.
  
- **Einführung von Mindestpreisgrößen:** Gesichert werden soll eine angemessene Größe für die kleinstmöglichen Preisänderungen der gehandelten Finanzierungsinstrumente. HFH-Unternehmen versuchen mit leichter am Markt durchzusetzenden kleinsten Preisänderungen über eine riesige Ordermenge hohe Gewinne zu erzielen. Dadurch wird die Risikoanfälligkeit des algorithmischen Handels deutlich erhöht. Der Gesetzgeber will hiermit die Marktintegrität sowie Marktliquidität verbessern. Allerdings bleibt auch hier der Gesetzentwurf hinter dem notwendigen Handlungsbedarf zurück. Wieder werden Restriktionen, die diese Regulierung abschwächen, vorgeschrieben.

Das Interesse, den Turbohandel recht unbeschadet davon kommen zu lassen, wird sichtbar. Festgeschrieben ist, dass der Preisfindungsmechanismus und die Ziele des Order-Transaktionsverhältnisses nicht belastet werden dürfen.

Hier bedarf es entschiedener Vorgaben. Das Bundesfinanzministerium sollte eine angemessene Größe der kleinstmöglichen Preisänderung per Rechtsverordnung festlegen. Die derzeitige Kann-Vorschrift zu einer Rechtsverordnung sollte durch eine Muss-Vorschrift mit verbindlicher Wirkung für die Börsenordnungen abgelöst werden.

- **Stabilisierung der Börsenpreise:** Die Börsen werden verpflichtet, gegen erhebliche Preisschwankungen eine geordnete Ermittlung der Börsenpreise sicherzustellen. Dazu dienen: kurzfristige Änderungen des Marktmodells, Volatilitätsunterbrechungen und Limits. Um sich ansonsten selbst verschärfende Kursveränderungen zu vermeiden, soll der zeitliche Handlungstakt verlängert werden. Offizielle Börsen praktizieren heute schon bei sich schnell einstellenden und starken Kursausschlägen Notabschaltungen (Kill Switch). Diese vernünftige Maßnahme muss jedoch in den Börsenordnungen auf der Basis einer Rechtsverordnung präzisiert werden.

- **Tatbestand Marktmanipulation:** Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- und Verkaufsaufträge auszuführen, mit denen gezielt irreführende Signale gesetzt werden, gelten künftig als Manipulationen. Damit werden die Ausnutzung von irreführenden Anlegern durch Ordervergabe und blitzartige Orderlöschung, das Scalping, Heute vorherrschende kriminelle Praktiken beim algorithmischen Handel werden in die Marktmanipulations--Konkretisierungsverordnung aufgenommen.

### **Zusammenfassung: Das Hochfrequenzhandelsgesetz ausbauen**

Die zielorientierte Regulierung des HGFH ist ein wichtiger Baustein zur Beherrschung der Finanzmärkte. Es geht es darum, Transparenz und Kontrolle zu schaffen sowie irrationale Preisbildung auch durch manipulative Praktiken einzuschränken. Darüber hinaus werden Risiken, die der Hochfrequenzhandel für die Produktionswirtschaft (ohne monetäre Finanzinstitute) bisher erzeugt hat, reduziert. Auch sollen ansonsten drohende staatliche Krisenkosten vermieden werden. Damit leistet dieses Regulierungswerk über die Stabilisierung der Börsen auch einen positiven Beitrag für die Entfaltung der Produktionswirtschaft.

Der vorliegende Gesetzentwurf enthält wichtige Regelungen. Jedoch ist das Vertrauen in den Turbo-Roboter-Handel durch die Überschätzung der Vorteile von Markteffizienz und Liquiditätsvermittlung viel zu groß. Die vorgesehenen Regulierungen sollen am Ende nicht zu einer zu starken Einschränkung des algorithmischen Roboterhandels führen. Die Effizienz der Turbobroker wird überschätzt.

Bei wichtigen vorgesehenen Regelungen ist der Einsatz der Aufsicht und Kontrolle durch die BaFin viel zu spät vorgesehen. Es fehlt an einer Stärkung der Prophylaxe. Schließlich wird zu wenig den Interessenwidersprüchen zwischen einer notwendigen Regulierung einerseits und spezifischen Geschäftsinteressen der Börsen andererseits entgegen getreten. Die Akteure des Turbo-Roboterhandels wie überhaupt die Börsen als Erfüllungsgehilfen dieser Regulierung zu nutzen, stößt an interessenbedingte Grenzen.

Folgende Korrekturen und Ergänzungen werden vorgeschlagen:

1. Klarheit und verbindliche Rechtssicherheit müssen hergestellt werden. Dazu gehört auch die Präzisierung der für wichtige Regelungen geforderten „Angemessenheit“ (bei separaten Entgelten, beim Order-Transaktions-Verhältnis, beim Mindestpreisänderungsgebot).
2. Bei der Ausgestaltung der Regulierungen des Turbohandels muss die Dominanz staatlicher Regulierungen gegenüber den teils zuwiderlaufenden Interessen der Börsen durchgesetzt werden.
3. Die BaFin stellt nach Überprüfung für die Geschäftsmodelle, die Computerprogramme, die Algorithmen und die Handelsparameter für das HFH-Dienstleistungsunternehmen ein Testat aus.
4. Einzuführen ist eine Haltefrist. Dem Vorschlag des EU-Parlaments folgend wird nach der Vergabe einer Order bis zu nachfolgenden Aktionen eine halbe Sekunde Handlungsstillstand vorgeschlagen. Eine halbe Halte-Sekunde entschleunigt bereits den Turbohandel. Die viel beschworene Sorge, die Haltezeit würde durch Änderung der Algorithmen umgangen, lässt sich durchaus im Zuge der Kontrolle durch die BaFin verhindern. Es geht um eine Entschleunigung im Bereich eines Bruchteils von Sekunden. Von dieser Taktung profitiert am Ende die Gesamtwirtschaft.