

**Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Vermeidung
von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel**

**Stellungnahme der
Gruppe Deutsche Börse**

Januar 2013

1. Zusammenfassung

Die Gruppe Deutsche Börse (GDB) begrüßt es, zum Entwurf des Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel Stellung nehmen zu können. Die Bundesregierung greift mit dem Gesetz der Überarbeitung der europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID, die derzeit überarbeitet wird und das Thema adressiert, vor.

Die GDB befürwortet den Gesetzesentwurf, der im Kern eine Erweiterung der Rechte der Aufsicht und der Pflichten für Betreiber von Handelsplattformen und -teilnehmer vorsieht. Eine Rechtssicherheit im Umgang mit Hochfrequenzhändlern kommt allen Akteuren am Finanzmarkt zugute.

Grundsätzlich gilt: Hochfrequenzhandel (HFH) ist keine Erfindung von Händlern und Banken. Es sind neue Marktstrukturen (bedingt durch technologische Entwicklungen, Rationalisierung, Wettbewerb und Fragmentierung der Märkte), die das Wachstum von HFH fördern. HFH ist eine Technologie, und keine – wie oftmals behauptet – eigenständige Strategie. HFH leistet einen wichtigen Beitrag zur Erhöhung der Liquidität im Handel von Finanzinstrumenten – dies wurde durch eine Reihe von Studien belegt. Nach Erfahrung der GDB bleibt die Liquidität durch die HFH-Teilnehmer auch in Phasen starker Marktschwankungen auf beiden Seiten des Orderbuchs weitgehend erhalten. Von der Verbesserung der Preisqualität an den Märkten profitieren sowohl Anleger durch niedrigere Handelskosten als auch Unternehmen durch niedrigere Finanzierungskosten.

Insofern begrüßt die GDB ausdrücklich, dass die Bundesregierung in ihrem Vorschlag explizit deutlich gemacht hat, dass es nicht darum geht, den Handel pauschal zu verurteilen oder gar zu verbieten, sondern dass die Risiken des HFHs besser eingegrenzt werden müssen.

Wichtig sind daher präventive Maßnahmen, wie beispielsweise technische Sicherheitsmaßnahmen zur Verhinderung bestimmter Gefahrensituationen. In diesem Zusammenhang befürwortet die GDB die Anforderungen an Handelsplattformen, geeignete Vorkehrungen zur Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Handels zu treffen.

Die GDB unterstützt explizit die Überlegung der Bundesregierung, die Transparenz und die Aufsicht der Hochfrequenzhändler zu erhöhen, weist aber darauf hin, dass dies am besten über Regelungen im Börsengesetz sichergestellt werden kann. Die GDB befürwortet daher den Vorschlag des Bundesrates, d.h. die Erlaubnispflicht nach Kreditwesengesetz zu streichen und alternativ eine Zulassung von Handelsteilnehmern über das Börsengesetz zu regeln.

Darüber hinaus **begrüßt die GDB, dass die Bundesregierung davon absieht Mindesthaltefristen einzuführen.** Mindesthaltefristen führen zu einer Benachteiligung von Liquiditätsspendern und somit zu einer nachhaltigen Störung der Marktstruktur. Die angestrebte Entschleunigung der Märkte kann hierdurch nicht erreicht werden. Stattdessen wird lediglich die Komplexität der Märkte erhöht.

Nachfolgend kommentiert die GDB den Gesetzesentwurf im Detail.

2. Schutzmaßnahmen für die Stabilität der Finanzmärkte

Grundsätzlich ist der HFH kein neues Phänomen, sondern eine natürliche Evolution der Finanzmärkte. Die Motive des Handels und die Handelsstrategien haben sich in den letzten Jahrzehnten nicht verändert. Treiber für die Evolution der Märkte waren vor allem die Fragmentierung der Märkte durch die Einführung der MiFID im November 2007, Rationalisierungsmaßnahmen und technologische Entwicklungen. Hierdurch erklärt sich auch die große Anzahl der Nutzer dieser Technologie (Banken, Broker, Anlagegesellschaften, Versicherungen sowie Maklerfirmen).

Eine aktuelle Studie der Stockholm University School of Business¹ zeigt, dass sich der überwiegende Teil des HFH-Volumens ausschließlich auf die Liquiditätsbereitstellung fokussiert und bestätigt damit die Ergebnisse einer vorhergehenden Studie von Brogaard². **Der HFH leistet somit einen wesentlichen Beitrag zur Erhöhung der Liquidität im Handel von Wertpapieren und trägt zur Reduzierung von Spreads bei** (weitere akademische Studien finden sich im Anhang). **Von der Verbesserung der Preisqualität an den Märkten profitieren Unternehmen durch niedrigere Finanzierungskosten sowie Investoren durch niedrigere Handelskosten.** Auch die permanente Bewertung eines Wertpapiers aufgrund von Signalen im Markt ist durch den automatisierten Handel signifikant verbessert worden. Insofern spielt HFH heute für die Effizienz der Kapitalmärkte eine wichtige Rolle.

Es kann also festgehalten werden, dass der technologische Fortschritt eine erhebliche Rolle für die Funktionsfähigkeit und Effizienz der Kapitalmärkte spielt. Eventuelle vom HFH ausgehende **Risiken sollten möglichst gering gehalten werden, ohne dass dabei die Innovationsfähigkeit, die Preisfindung oder der Wettbewerb beeinträchtigt werden.**

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im HFH beinhaltet eine Reihe von Maßnahmen, die die Rechte der Aufsicht erweitern und die Pflichten für Handelsplattformen und -teilnehmer klar und eindeutig festlegen. Dies gewährt allen Marktteilnehmern Rechtssicherheit im Umgang mit dem HFH und damit einen eindeutigen regulatorischen Rahmen.

Die GDB begrüßt daher die ergänzenden Regulierungsmaßnahmen, die dazu beitragen, Schutzmaßnahmen für die Stabilität der Finanzmärkte auszubauen. Zu nennen sind hier insbesondere:

- Volatilitätsunterbrechungen (§24.2a BörsG),
- Verbesserungen im Risikomanagement (§4.3a WpHG),
- Angemessene Mindestpreisänderungsgrößen (§26a BörsG),
- Einführung eines Order-Transaktions-Verhältnisses (§26a BörsG),
- Kenntlichmachung von Handelsalgorithmen (§16.2 BörsG) und
- Einführung eines Entgeltes für übermäßige Nutzung der Börsensysteme (§17.4 BörsG).

¹ Hagströmer und Nordén (2012): The Diversity of High Frequency Traders, Working Paper, verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2153272.

² Brogaard (2010): High Frequency Trading and its impact on market quality, Working Paper, verfügbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1641387>.

3. Zulassungspflicht für Hochfrequenzhändler unter BörsG statt KWG-Erlaubnispflicht

In Europa stehen die nationalen Kapitalmärkte auf Grund der Kapitalverkehrsfreiheit in einem intensiven Wettbewerb miteinander. **Ein nationaler deutscher Alleingang bei der Regulierung von HFH kann den deutschen Finanzplatz massiv benachteiligen**³. Es droht die Gefahr, dass es zu einer Abwanderung von Marktteilnehmern aus Deutschland in andere Länder oder weniger regulierte, intransparente OTC-Märkte kommt und die Funktionsfähigkeit und Effizienz des deutschen Kapitalmarktes dadurch beeinträchtigt wird.

Um dieses Szenario zu vermeiden, ist es notwendig, zumindest in einigen Bereichen des HFHs eine einheitliche, europäische Regulierung einer nationalen Lösung vorzuziehen. So wird bereits auf europäischer Ebene im Rahmen der Überarbeitung der Finanzmarkttrichtlinie MiFID das Thema HFH adressiert. Der deutsche Gesetzgeber greift somit der Umsetzung der überarbeiteten europäischen Finanzmarkttrichtlinie MiFID vor. **Eine Erlaubnispflicht wird auf jeden Fall Bestandteil der Überarbeitung der MiFID sein.**

Nach der Auffassung der GDB ist eine Zulassung von mittelbaren algorithmischen Handelsteilnehmern über das Börsengesetz besser geeignet, die regulatorischen Ziele auf nationaler Ebene zu erreichen, als eine KWG-Erlaubnispflicht. Diese Logik entspricht auch der Systematik des erst kürzlich verabschiedeten EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetzes, in dem die Geschäftsführung der Börse und nicht die Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin) die zuständige Behörde im Sinne von Artikel 23 der Leerverkaufsverordnung (Maßnahmen bei signifikanten Kursverfällen) ist. Die GDB begrüßt daher die Stellungnahme des Bundesrates vom 23. November 2012 zu diesem Thema (Punkt 6)⁴.

Durch die Streichung der KWG-Erlaubnispflicht und der gleichzeitigen Einführung erhöhter Anforderungen an mittelbare Marktteilnehmer, die algorithmischen Handel betreiben, über das Börsengesetz werden die Regulierungsziele erreicht und gleichzeitig negative Folgen für den Finanzplatz Deutschland vermieden:

- Eine effektive und zielgerichtete Aufsicht durch die BaFin und die jeweiligen Börsenaufsichtsbehörden der Länder ist durch die einzuführenden zusätzlichen Anforderungen an unmittelbare und mittelbare Marktteilnehmer der Börsen (§§19 und 19a BörsG), durch die Kennzeichnungspflicht für den algorithmischen Handel (§16 Absatz 2 BörsG) und die entsprechenden Eingriffsrechte gegenüber den handelnden Unternehmen (§4a Absatz 1 WpHG und §3 Absatz 5 Nr. 4 BörsG) gesichert. Die **zusätzliche Erlaubnispflicht nach dem KWG führt zu keiner Verbesserung der Aufsichtsqualität, aber zu schwerwiegenden und unerwünschten Nachteilen für den Finanzplatz Deutschland.**

³ Zu diesem Ergebnis kam die Börsensachverständigenkommission unter Leitung der Bundesbank in ihrem Bericht vom 22 März 2011.

⁴ Die vollständige Stellungnahme des Bundesrates ist abrufbar unter:
[http://www.bundesrat.de/cln_320/SharedDocs/Drucksachen/2012/0601-700/607-12_28B_29.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/607-12\(B\).pdf](http://www.bundesrat.de/cln_320/SharedDocs/Drucksachen/2012/0601-700/607-12_28B_29.templateId=raw.property=publicationFile.pdf/607-12(B).pdf).

- Eine Erlaubnis nach dem KWG darf nur erteilt werden, wenn der Antragsteller seinen Sitz im Inland hat (§33 Absatz 1 Nr. 6) oder zumindest über eine inländische Zweigstelle (§53 Absatz 1 Satz 1) verfügt. Dies hat zur Folge, dass ein erheblicher Teil der derzeitigen unmittelbaren und vor allem der mittelbaren Marktteilnehmer am Börsenhandel in Deutschland gezwungen wäre, zumindest eine Zweigstelle in Deutschland zu gründen, um die erforderliche KWG-Erlaubnis beantragen zu können. Angesichts des damit verbundenen Aufwands **besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die betroffenen Unternehmen keine Zweigstelle errichten, sondern sich vom Finanzplatz Deutschland abwenden werden.** Darüber hinaus sind die Voraussetzungen, bei deren Erfüllung ein nach KWG erlaubnispflichtiger Sachverhalt vorliegt, so weit gefasst, dass **nicht nur der Hochfrequenzhandel im eigentlichen Sinne erfasst wird, sondern nahezu jeder Teilnehmer, der sich der Nutzung von Algorithmen zum Handel von Finanzinstrumenten bedient.**

Das mit dem Gesetzesentwurf verfolgte Ziel einer deutlich verschärften Aufsicht über den algorithmischen Handel wird durch eine Streichung der KWG-Erlaubnispflicht bei zusätzlich einzuführenden Überwachungs- und Eingriffsbefugnissen der BaFin in keiner Weise beeinträchtigt, sondern umfassend gewährleistet. Es werden andererseits keine Anforderungsprofile in Bezug auf die Marktteilnehmer eingeführt, die gegebenenfalls bei einer Umsetzung einer künftigen Überarbeitung der EU-Finanzmarktrichtlinie MiFID grundsätzlich geändert werden müssten.

Nach Auffassung der GDB sollte darüber hinaus die Definition der zu erfassende algorithmischen Handelsteilnehmer konkretisiert werden: „...*Teilnehmer, die mittels des Einsatzes von Rechnern, die in Sekundebruchteilen Marktpreisänderungen erkennen, Handelsentscheidungen nach vorgegebene Regeln selbständig treffen* ...“. Der vorliegende Definitionsvorschlag umfasst nach unserer Auffassung viele Marktteilnehmer, die nicht unter die Regulierung fallen sollten (z.B. Kapitalanlagegesellschaften). Die GDB würde es begrüßen, wenn man sich an bestehende Definitionen der ESMA oder des Europäischen Parlaments im Rahmen der Überarbeitung der MiFID orientieren würde.

4. Mindesthaltefrist für Orders

Der Bundesrat bittet darum im weiteren Gesetzgebungsverfahren zu prüfen, ob und in welchem Maße gesetzliche Mindesthaltefristen auch geeignet sein können, missbräuchlichen Handelspraktiken entgegenzuwirken.

In der öffentlichen Diskussion wird dieses Thema höchst unterschiedlich diskutiert. Zum einen wird von Haltefristen für Wertpapierpositionen ausgegangen, zum anderen von Haltefristen für Aufträge (Orders). Wobei oft unklar ist, in welcher Form – und nach welcher Frist – diese Aufträge automatisiert ausgeführt werden können.

Eine Einführung einer Mindesthaltefrist ist aus Sicht der GDB kontraproduktiv. Börsen ermöglichen einen transparenten Handel von Wertpapieren über offene Orderbücher. Sie stellen si-

cher, dass alle Marktteilnehmer nach den gleichen Regeln handeln können. Eines der wichtigsten Prinzipien ist dabei die Preis-Zeit-Priorität. Neue Informationen (z.B. volkswirtschaftliche Kennzahlen oder Absatzzahlen) beeinflussen den Wert eines Wertpapiers unverzüglich. Die Einführung einer Mindesthaltefrist für Orders hinterfragt diese Prinzipien:

1. Die Mindesthaltefrist **führt zu einer Benachteiligung von bestimmten Marktteilnehmern**. Dies betrifft Marktteilnehmer, die handeln wollen und dem Markt Liquidität bereitstellen, indem sie sich ins Orderbuch stellen (Liquiditätsspender). Sie werden gezwungen, für eine gewisse Zeit stillzuhalten. Sie haben gegenüber anderen Marktteilnehmern, die zu diesen Preisen sofort handeln wollen (Liquiditätsnehmer), einen Nachteil.
2. Die Mindesthaltefrist **führt zu einer nachhaltigen Störung der Marktstruktur**. Die angestrebte Entschleunigung der Märkte kann hierdurch nicht erreicht werden. **Stattdessen erhöht sich die Komplexität der Märkte**: Merken Marktteilnehmer, dass sie Informationen falsch bewertet haben oder inzwischen neue Informationen vorliegen, müssen diese so schnell wie möglich ihre Fehleinschätzungen korrigieren. Durch eine Mindesthaltefrist entsteht somit ein Wettrennen um die schnellste Stornierung oder Modifizierung. Eine Mindesthaltefrist erhöht deshalb die Last auf den Handelssystemen.

Die Einführung einer Mindesthaltefrist würde somit dazu führen, dass einige Marktteilnehmer auf Kosten von anderen systematisch bevorteilt werden. Als Konsequenz werden diese Liquiditätsspender deutsche Handelsplätze verlassen. Damit wird Liquidität in deutschen Wertpapieren zu anderen Plattformen, die sich außerhalb der deutschen Jurisdiktion befinden, abwandern. **Folglich würden sich die Kosten im Handel (Spreads) und die Finanzierungskosten für Unternehmen erhöhen.**

Es ist der GDB wichtig darauf hinzuweisen, dass es **keinen Finanzmarkt in der Welt gibt, in dem es Mindesthaltefristen gibt**. Es bestehen somit keine Erfahrungen, wie sich Mindesthaltefristen auf die Finanzmärkte auswirken und wie mit ihnen „elektronisch“ umgegangen wird – oder wie sie von Computern optimiert genutzt werden. Wir möchten darauf hinweisen, dass ein solches Experiment einen sehr grundlegenden Eingriff in die Marktstruktur darstellen würde, von dem wir dringend abraten.

*Für Rückfragen wenden Sie sich bitte an
Market Policy & European Public Affairs
069-211 -13980*

Anhang: Ausgewählte wissenschaftliche Studien zum HFH

Autoren	Titel	Methodik	Ergebnisse	Zitat
Brogaard (2010)	High Frequency Trading and it's Impact on Market Quality	Empirische Analyse von 120 Nasdaq-Aktien über mehrere Wochen in 2008, 2009 und 2010	HFH reduziert Intraday-Volatilität; Führt zu einer Verbesserung der Marktqualität; Bietet anderen Marktteilnehmern eine Preisverbesserung bei geringen Stückzahlen.	<i>“HFT (High Frequency Trading) adds substantially to the price discovery process”</i>
Hasbrouck und Saar (2010)	Low Latency Trading	Empirische Analyse von 500 Nasdaq-Aktien in einem Monat in 2007 und 2008	HFH verbessert Liquidität und kurzfristige Volatilität (senkt Volatilität).	<i>“More importantly, higher low-latency activity enhances market quality [...] is especially beneficial in reducing volatility for small stocks during stressful times.”</i>
Cvitanic und Kirlienko (2010)	High Frequency Traders and Asset Prices	Theoretisches Modell eines elektronischen Marktes mit HFH-Tradern	Verbesserung der Vorhersehbarkeit von Preisen; Erhöhung von Handelsvolumina und Liquiditätsmaßen.	<i>“...trading volume and intertrade duration, as well as measures of market liquidity based on them, should increase...”</i>
Börsensachverständigenkommission (2011)	High Frequency Trading – Beschreibung, Risiken, regulatorische Handlungsoptionen	Argumentative Untersuchung zu HFH, welche eine Risikobetrachtung sowie mögliche Handlungsoptionen inkludiert	Ansätze zur Eindämmung möglicher Risiken sind EU-weit einheitlich zu verfolgen. Nationale Alleingänge hingegen schwächen einzelne Finanzplätze. Um einem Schaden für Finanz-Infrastruktur vorzubeugen, ist zuvor eine empirische Analyse wünschenswert.	<i>„Abgesehen von operationell-technisch induzierten Risiken erscheint das Phänomen HFT aufgrund der Größe seines Handelsvolumens von volkswirtschaftlichem Nutzen zu sein.“</i>
Gomber, Arndt, Lutat und Uhle (2011)	High-Frequency Trading	Argumentative Untersuchung zu HFH mit umfassender Analyse der bestehenden akademischen Literatur sowie	HFH ist eine technologische Weiterentwicklung, jedoch keine Strategie. Ein Großteil negativer HFH-Erfahrungen tragen ihren Ursprung in der US-Marktstruktur. HFH wird	<i>“Academic literature mostly shows positive effects of AT-/HFT based strategies on market quality.” “Any regulatory interventions in Europe should try to preserve the</i>

		Praxis-Studien; inkludiert außerdem Handlungsempfehlungen für den regulatorischen Umgang mit HFH	hauptsächlich liquiditätsspendend eingesetzt, was in vielen akademischen Studien nachgewiesen wird. Eine Regulierung sollte die positiven Aspekte von HFH erhalten und Risiken minimieren.	<i>benefits of HFT while mitigating the risks as far as possible.”</i>
Frino und Lepone (2012)	The Impact of High Frequency Trading on Market Integrity: An Empirical Examination	Empirische Analyse von Handelsaktivität an London Stock Exchange und Euronext Paris in den Jahren 2006-2011	Der zunehmende Anteil von HFH verringert statistisch signifikant die Wahrscheinlichkeit für Marktmanipulationen.	<i>„...HFT is a statistically significant negative determinant of End of Day dislocation Price Alerts...”</i>
Hagströmer und Nordén (2012)	The Diversity of High Frequency Traders	Empirische Untersuchung zu HFHs-Aktivität an NASDAQ OMX Stockholm	Mehr als 80 % der HFH Aufträge dienen der Bereitstellung von Liquidität, welche durch eine Finanztransaktionssteuer behindert würde. Hohe Order-Transaktions-Verhältnisse resultieren aus HFH Market Making Strategien und deren Liquiditätsbereitstellung könnte durch höhere Mindestpreis-Änderungen stimuliert werden.	<i>„We find that a majority of the HFT trading volume and more than 80% of HFT limit order submissions are associated with market making strategies. Thus, any policy aimed at limiting the scope of HFT activity as a whole would primarily hit market making strategies.“</i>
Oxera (2012)	What is the economic impact of the MiFID rules aimed at regulating high-frequency trading?	Untersuchung des MiFID II-Vorschlags der Europäischen Kommission bzgl. HFH mittels eines Methoden-Mix aus Literaturanalyse, Experteninterviews, Auswertung von Studien und Konsultations-Antworten	Große Erhöhung der Mindest-Preisänderungen vertreiben Aufträge von transparenten Märkten. Die Auswirkungen einer Mindesthaltedauer lassen sich schwer vorhersagen, jedoch sind diese tendenziell negativ. Ein Order-Transaktions-Verhältnis ist flexibel zu wählen und sollte die Ausführung von Aufträgen nicht behindern.	<i>„... if the increase in resting times were large, the impact in terms of the increase in the costs of immediacy could be billions rather than millions.”</i>