

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