

Per E-Mail: VIIB5@bmf.bund.de

Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

**BVI-Stellungnahme zum 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,

wir danken Ihnen für die Gelegenheit, zu dem oben genannten Diskussionsentwurf Stellung zu nehmen.

Wir begrüßen die weltweiten Initiativen zur Regulierung des Hochfrequenzhandels. Bereits in der Vergangenheit hat sich der BVI für eine konsistente Regulierung des Hochfrequenzhandels auf europäischer Ebene eingesetzt.

Wir regen an, eine Regulierung des Hochfrequenzhandels auf deutscher Ebene an die Umsetzung der entsprechenden Vorschriften der europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID anzupassen. Durch eine einheitliche Regulierung werden für alle Marktteilnehmer gleiche Wettbewerbs- und stabile Rahmenbedingungen geschaffen.

Die deutsche Fondsbranche steht dem Hochfrequenzhandel ganz überwiegend kritisch gegenüber. Unsere Mitglieder handeln oft elektronisch große Volumen an Aktien, um die Portfoliostruktur im Sinne des normalen (Langfrist-) Anlegers und des Altersvorsorgesparers optimal auszugestalten. Dabei gehen sie marktschonend vor. Algorithmische Handelsstrategien werden in der Fondsbranche zum Zwecke der Best-Execution-Politik gemäß der MiFID und einer effizienten Portfolioallokation eingesetzt und kommen somit der Fondsperformance des (Langfrist-) Anlegers und dem Altersvorsorgesparer zugute.

Hochfrequenzhändler versuchen demgegenüber, über den Eigenhandel möglichst viele Geschäfte gewinnbringend durchzuführen, ohne auf andere Marktteilnehmer Rücksicht zu nehmen. Hochfrequenzhändler versuchen, z.B. die von professionellen Anlegern gehandelten großen Volumen an Aktien auszuspähen. Die von Hochfrequenzhändlern bereitgestellten Angebote werden sehr schnell eingestellt bzw. storniert, bevor der normale (Langfrist-) Anleger darauf reagieren kann.

Wir lehnen die vorgeschlagene Definition des „algorithmischen Hochfrequenzhandels“ im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) n.F. als zu weitgehend ab. Es ist daher erforderlich, den algorithmischen Handel vom Hochfrequenzhandel eindeutig abzugrenzen.

Wir begrüßen dagegen das vorgeschlagene Regelwerk für Handelsteilnehmer an Börsen und multilateralen Handelssystemen, die Hochfrequenzhandelsstrategien nutzen. Wir sind der Auffassung, dass Börsen und multilaterale Handelssysteme umfassende Schutzmechanismen vorzusehen haben, wenn diese HFT-Händlern die Nutzung ihrer technischen Infrastruktur ermöglichen. Nach unserer Auffassung gehören zu solchen Schutzmechanismen auch Mindesthaltefristen durch von Hochfrequenzhändlern eingestellte Geschäfte.

Im Einzelnen möchten wir auf folgende Punkte im Diskussionsentwurf des Hochfrequenzhandelsgesetzes hinweisen:

1. Artikel 3: Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

1.1 Definition des Hochfrequenzhandels

Nach unserer Auffassung ist es erforderlich, den algorithmischen Handel vom Hochfrequenzhandel eindeutig abzugrenzen. Das den Kapitalanlagegesellschaften anvertraute Investmentvermögen wird von den Fondsmanagern u.a. auch durch den Einsatz von algorithmischen Handelsstrategien angelegt, um die Portfolioallokation im Sinne des (Langfrist-) Anlegers und des Altersvorsorgesparers (z.B. durch die Anwendung des Constant Proportion Portfolio Insurance Ansatzes, CPPI) optimal auszugestalten. Dabei verwalten Fondsgesellschaften das anvertraute Vermögen ausschließlich im Interesse der Anleger.

Fondsmanager nutzen keine Hochfrequenzhandelsstrategien, um auf eigene Rechnung möglichst viele Geschäfte in sehr kurzer Zeit gewinnbringend abzuwickeln. Investmentfonds tätigen keine Geschäfte mit Hilfe von Hochfrequenzhandelsstrategien, die die Stabilität und die Integrität der Finanzmärkte oder schädliche Anreize für die Finanzmarktteilnehmer setzen können.

Hinsichtlich einer Abgrenzung des algorithmischen Handels vom Hochfrequenzhandel schlagen wir folgende **Änderungen** des **§ 33 Absatz 1(a) WpHG n.F.** vor, die sich an dem MiFID-Entwurf des Berichterstatters des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des EU-Parlamentes, Markus Ferber, (ECON, vgl. Artikel 30, 30 (a) und (b) MiFID¹) orientieren:

*„(1a) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen muss unbeschadet des Absatzes 1 die in diesem Absatz genannten Bestimmungen **zum Hochfrequenzhandel** einhalten, falls 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 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 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.

¹Vgl.

http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/econ/pr/895/895700/895700de.pdf

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

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

b) der tägliche Portfolioumsatz liegt bei mindestens 50 %;

c) das taggleiche Verhältnis von Aufträgen zu Geschäften beträgt mehr als 4:1;

d) der Anteil der stornierten Aufträge liegt bei über 20 %;

e) die Mehrheit der eingegangenen Positionen wird noch am selben Tag aufgelöst.

Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das **Hochfrequenzhandel 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 algorithmischen Handel betreibt, muss ferner über wirksame Notfallvorkehrungen verfügen, um mit unvorhergesehenen Störungen in seinem 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.

1.2 Änderung des § 31f WpHG: Mindesthaltefrist für eingestellte Aufträge

Wir begrüßen das vorgeschlagene Regelwerk für Handelsteilnehmer an Börsen und multilateralen Handelssystemen, die Hochfrequenzhandelsstrategien nutzen. Wir sind der Auffassung, dass Börsen und multilaterale Handelssysteme umfassende Schutzmechanismen vorzusehen haben, wenn diese HFT-Händlern die Nutzung ihrer technischen Infrastruktur ermöglichen. Nach unserer Auffassung gehören zu solchen Schutzmechanismen auch Mindesthaltefristen durch von Hochfrequenzhändlern eingestellte Aufträge. Mit der Einstellung einer Mindesthaltefrist soll Fondsmanagern und deren Brokern die Möglichkeit eingeräumt werden, auf die eingestellten Aufträge der Hochfrequenzhändler reagieren zu können. Die konkrete Ausgestaltung der Mindesthaltedauern ist in den Regelwerken der Börsen sowie der multilateralen Handelssysteme festzulegen.

Wir schlagen folgende Ergänzung vor:

- **§ 31 f Absatz 1 Nummer 11 neu:**

11. 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.

2. Artikel 1: Änderung des § 26 des Börsengesetzes: Mindesthaltefristen für eingestellte Aufträge

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

- § 26 c neu:

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.

3. Begründung: (A) Allgemeiner Teil: 4. Änderung des Investmentgesetzes

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 n.F. 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-Entwurfassung 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.

In der Gesetzesbegründung schlagen wir im allgemeinen Teil A, Abschnitt 4, Änderung des Investmentgesetzes, Seite 10, folgende Ergänzung vor:

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

Wir würden uns freuen, wenn Sie unsere Anmerkungen im Gesetzgebungsverfahren berücksichtigen können und stehen für weitere Rückfragen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Thomas Richter'.

Thomas Richter

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Rudolf Siebel'.

Rudolf Siebel, LL.M