

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.  
Herrengaben 31, 20459 Hamburg

**Bundesministerium der Finanzen**  
11016 Berlin

per Mail: [VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de)

Ihr Zeichen

GZ: VIIB5-WK6100/12/10003:003

DOK: 2012/0706843

Ihre Nachricht vom

30.07.2012

Ort\_Datum

**Hamburg, 17.08.2012**

Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandels-gesetz)

**Sehr geehrter Herr Franke, sehr geehrte Damen und Herren,**

in dieser Sache danken wir Ihnen verbindlich für die Möglichkeit der Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Hochfrequenzhandelsgesetzes im Rahmen des aktuellen Konsultationsverfahrens.

Aus unserer Sicht ist zum vorliegenden Diskussionsentwurf Folgendes anzumerken:

1. Erneut ist ein legislatives „Vorpreschen“ des hiesigen Gesetzgebers in einem Bereich zu verzeichnen, der aktuell auch auf der europäischen Rechtsetzungsagenda steht. Unbeschadet des vorliegenden Gesetzgebungsvorhabens als solches halten wir ein derartiges, „über die Grenzen Deutschlands hinaus“ nicht abgestimmtes Vorgehen in dem vorliegend in Rede stehenden Bereich der Finanzmarktregulierung, der vom materiellen Anwendungsbereich her Teil der anstehenden MiFID-Novellierung ist, für sachlich höchst verfehlt. Einzelstaatliche Vorgehensweisen dieser Art konterkarieren eine einheitliche gemeinschaftsrechtliche Rechtsetzung und die Schaffung eines europaweiten level-playing-fields im Bereich des Wertpapierhandels. Soweit hier im Wege einer hiesigen Rechtsetzung zudem bereits faktische Verhältnisse geschaffen werden, die die weitere MiFID II-Rechtsetzung in diesem Bereich realistischer Weise auch beeinflussen dürften, widerspricht ein solches Vorgehen überdies dem Gedanken eines einheitlichen europäischen Demokratieprinzips.

**Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.**

**Sitz des Verbandes**

Fasanenstraße 3  
10623 Berlin

**Postanschrift & Geschäftsstelle**

Schillerstraße 20  
60313 Frankfurt/Main

Tel.: +49 (0) 69 92 10 16 91

Fax: +49 (0) 69 92 10 16 92

[mail@bwf-verband.de](mailto:mail@bwf-verband.de)

[www.bwf-verband.de](http://www.bwf-verband.de)

**Vorstand**

Prof. Dr. Jörg Franke (Vorsitzender)

Daniel Förtsch

Dirk Freitag

Kai Jordan

Dr. Annette Kliffmüller-Frank

Torsten Kuck

Christoph Lammersdorf

Herbert Schuster

Michael Wilhelm

**Geschäftsführer**

Michael H. Sterzenbach

[m.sterzenbach@bwf-verband.de](mailto:m.sterzenbach@bwf-verband.de)

**Justiziar**

Dr. Hans Mewes

Herrengaben 31, 20459 Hamburg

Tel.: +49 (0) 40 36 80 5 - 132

Fax: +49 (0) 40 36 28 96

[h.mewes@bwf-verband.de](mailto:h.mewes@bwf-verband.de)

**Bankverbindung**

Deutsche Bank PGK Frankfurt

**BLZ** 500 700 24, **Kto.** 0 18 32 10 00

Die vorstehenden Erwägungen gelten insbesondere vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Regulierung im Bereich des Leerverkaufsverbots, wo der hiesige Gesetzgeber ebenfalls in überaus „aktivistischer“ Weise vor zwei Jahren ein hiesiges Rechtsregime implementiert hat, das dann vordergründig als „Blaupause“ für eine europaweite Regelung diente, die nunmehr zum November in Kraft tritt, aber in der Umsetzung – wie sich aktuell zeigt – noch erhebliche materielle Abweichungen zum bisherigen hiesigen Recht mit sich bringt und für die hiesigen Aufsichtsbehörden und Handelsteilnehmer zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit und zu Problemen in der praktischen Anwendung der europäischen Vorgaben führen dürfte.

Hinzu kommt, dass es an jeglicher Begründung innerhalb des Gesetzentwurfs fehlt, dass ein solcher vorzeitiger mitgliedstaatlicher Alleingang vor Umsetzung des MiFID II-Regimes geboten oder erforderlich wäre. Ganz im Gegenteil hierzu, dürfte in Deutschland in diesem Bereich auch kein gesteigertes Gefährdungspotential im Bereich des Hochfrequenzhandels bestehen, welches eine Vorwegnahme der auf europäischer Ebene derzeit mit Hochdruck verfolgten MiFID-Überarbeitung rechtfertigen würde („keine Gefahr im Verzuge“). Zudem sind eine Reihe der vorliegend geplanten Regulierungsmaßnahmen ohnehin bereits hiesige bzw. gängige Praxis und bedürfen auch insoweit keiner der MiFID II-Umsetzung vorgezogener Rechtsetzung.

2. Weiterhin fehlt es an einer klaren und hinreichend rechtssicheren Definition oder Bestimmung des sachlichen Anwendungsbereiches des regulatorisch zu erfassenden Hochfrequenzhandels innerhalb des vorliegenden Gesetzentwurfs. Unstreitig dürfte sein, dass der im Fokus der Gesetzgebung stehende *Hochfrequenzhandel* materiell nicht deckungsgleich mit der im Gesetzentwurf vielfach verwendeten Begrifflichkeit des *algorithmischen Handels* ist und Letzterer vielmehr durchaus verschiedene Handelsformen umfasst, wie *u.a.* auch – aber eben nicht ausschließlich – den Hochfrequenzhandel. Besonders augenfällig wird die fehlende Differenzierung der genannten Begrifflichkeiten im Rahmen der verschiedenen geplanten Neuregelungen von § 4 Abs. 3a WpHG sowie von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 Buchst. d KWG und § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG (Legaldefinition Eigenhandel) einerseits und § 33 Abs. 1a WpHG andererseits (neue Compliancepflichten; *hierzu im Einzelnen auch noch unten 6.*), wo einerseits entscheidend auf den Betrieb einer „*algorithmischen Hochfrequenzhandelsstrategie*“ und andererseits lediglich auf den „*algorithmischen Handel*“ als solchen abgestellt wird. Ohne eine – schon auf Gesetzesebene – hinreichende Konkretisierung und Bestimmbarkeit des hier materiell vorrangig zu erfassenden Hochfrequenzhandels, wären hierunter auch generell algorithmische Systeme verwen-

dende Handelsarten und Handelsteilnehmer zu subsumieren, die gar nicht im Fokus der geplanten Rechtsetzung stehen (dürften). – Hier „nützt“ namentlich auch nicht die Einschränkung, dass es sich bei den nach Maßgabe des Wertpapierhandelsgesetzes zu ahndenden Handelspraktiken um solche handelt, die „ohne Handelsabsicht getätigt werden, um das Funktionieren der Handelssysteme zu stören oder zu verzögern oder andere Handelsteilnehmer zu täuschen“, denn diese Einschränkung betrifft ausschließlich die Frage, ob eine in Rede stehende Tätigkeit als Marktmanipulation zu erfassen ist – und beantwortet nicht die generelle Frage, wann man es materiell-rechtlich mit dem Hochfrequenzhandel bzw. einem Hochfrequenzhändler zu tun hat.

3. Die – dem Grunde nach zu begrüßende – geplante Regelung zum *Order-Transaktions-Verhältnis* (§ 26a BörsG), die zudem als Ermächtigungsgrundlage für nachrangige Detailregelungen in den Börsenordnungen der einzelnen Plätze fungiert, erscheint viel zu generalklauselartig (Gewährleistung „angemessenes“ Order-Transaktions-Verhältnis, das „wirtschaftlich nachvollziehbar“ ist) und dürfte den Anforderungen des Bestimmtheitsgrundsatzes und des Gesetzesvorbehalts nicht genügen. – Entsprechende Erwägungen gelten für Betreiber eines MTF (§ 31f Abs. 1 Nr. 9 WpHG).
4. Im Rahmen der – ebenfalls dem Grunde nach zu begrüßenden und durchaus wünschenswerten – geplanten Regelung zur Aufnahme von *Mindestpreisänderungsgrößen* (§ 26b BörsG sowie § 31f Abs. 1 Nr. 10 WpHG) gilt das soeben Gesagte entsprechend. Hinzu kommt hier die Frage, ob die Börse bzw. ein MTF hier der zutreffende Normadressat ist, denn die betreffenden Handelsplattformen nutzen das Angebot möglichst geringer Tick-Size im Rahmen des Wettbewerbs nachhaltig, um Liquiditätsströme zum Vorteil des jeweiligen Handelsplatzes zu beeinflussen. In der Folge kann es auf einzelnen Handelsplätzen („Mikroebene“) durchaus zu Liquiditätssteigerungen kommen, während andererseits handelsplatzübergreifend („Makroebene“) sich Liquiditätsabflüsse gerade an Plätzen mit vergleichsweise größerer Tick-Size manifestieren. Mit anderen Worten, eine gesetzliche Begrenzung der Tick-Size in einem einzelnen Mitgliedsstaat der Union würde in Folge des beschriebenen „Nullsummenspiels“ die Liquidität an den dortigen Handelsplätzen tendenziell negativ beeinflussen. Es liegt daher auf der Hand, dass einzelstaatliche Regelungen in diesem Bereich im Ergebnis gerade nicht im Einklang mit dem gesetzgeberischen Vorhaben „negative Auswirkungen auf die Marktintegrität und Liquidität zu verringern“ stehen würde. Vor diesem Hintergrund empfiehlt sich im Zusammenhang einer konsistenten Mindestpreisänderungsgröße die Normierung einer einheitlichen (möglichst) europäischen Regelung, die generell und gleichermaßen für geregelte

Märkte und MTFs gilt. Umgekehrt wäre für den „Finanzplatz Deutschland“ mit deutlichen Wettbewerbsnachteilen zu rechnen, wenn eine entsprechende Regelung zunächst nur nach Maßgabe des deutschen Rechts – und nicht sogleich im Wege der gemeinschaftsrechtlichen Rechtsetzung – eingeführt würde (hierzu vgl. auch die obigen Ausführungen unter 1.).

5. Soweit die neugefasste Legaldefinition des *Eigenhandels* (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 4 Buchst. d KWG und § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG) vom Wortlaut her ausschließlich auf Handelsteilnehmer abstellt, die „Mitglied“ einer Börse oder eines MTF sind, sei darauf hingewiesen, dass zahlreiche Hochfrequenzhändler eine solche unmittelbare Mitgliedschaft überhaupt nicht besitzen dürften und vielmehr im Wege des sog. „Sponsored Access“ lediglich über Dritte direkt am Handelsgeschehen teilnehmen. Hier sollte noch einmal erwogen werden, ob der bislang geplante subjektive Anwendungsbereich der genannten Legaldefinition im Lichte des gesetzgeberischen Vorhabens hinreichend weit genug gezogen ist.
6. Was die neuen Compliancepflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1a WpHG betrifft, die nach Maßgabe des vorliegenden Gesetzentwurfs im Bereich des *algorithmischen Handels* generell einschlägig sein sollen, bedarf es weiterhin noch der tatbestandlichen Einschränkung, dass es auch insoweit um Systeme und Tätigkeiten geht, die die Voraussetzungen des Hochfrequenzhandels erfüllen bzw. auf einer algorithmische Hochfrequenzhandelsstrategie basieren. Ohne eine solche Einschränkung wäre das teleologische Anliegen des Gesetzgebers zur Normierung eines „*Hochfrequenzhandelsgesetzes*“ in einem zentralen Bereich deutlich überschritten und man hätte es mit einer höchst konturlosen Regulierungsmaßnahme zu tun, in deren Rahmen dann ungewollt auch Handelsteilnehmer wie namentlich Skontroführer, Spezialisten und Designated Sponsors wegen deren genereller Verwendung von Algorithmen zur Quotierung und automatisierten Orderausführung bzw. zum automatisierten Handel erfasst würden – ohne dass es sich insoweit um Hochfrequenzhändler handelt. Hinzu kommt, dass die genannten Handelsteilnehmer auch bereits über die Börsenordnungen der einzelnen Plätze umfassend beaufsichtigt und Regularien unterworfen werden, die mit der Zielsetzung des vorliegenden Gesetzesvorhabens hinlänglich kompatibel sind.
7. Weiterhin erscheint im Rahmen der geplanten Neuregelung des § 33 Abs. 1a Satz 3 WpHG die dortige Fallgruppe Nr. 3 entbehrlich, da es zum einen selbstverständlich ist, dass Handelssysteme nicht für Zwecke des Marktmissbrauchs oder im Widerspruch zu den betreffenden Handelsplatzvorschriften verwendet werden dürfen, und zum ande-

ren fraglich ist, ob und wie hinreichend rechtssicher überhaupt sichergestellt werden kann, dass ordnungsgemäß bestehende und betriebene Systeme auch nicht theoretisch zweckwidrig verwendet werden können. Auch etwaige aufsichtsbehördliche Durchsetzungsmaßnahmen der genannten tatbestandlichen Anforderungen dürften vor diesem Hintergrund rechtlich nur schwer zu verwirklichen sein.

8. Soweit gemäß § 33 Abs. 1a Satz 5 WpHG zudem von den betreffenden Handelsteilnehmern sicherzustellen ist, dass „jede Änderung eines zum Handel verwendeten Computeralgorithmus dokumentiert wird“, ist weder dem Gesetzestext noch dessen Begründung zu entnehmen, ob die hiermit verbundenen Anforderungen bereits eingreifen, wenn es sich lediglich um die Änderung eines einzelnen variablen Parameters handelt oder ob insoweit lediglich eine Änderung des Algorithmus als solchem erfasst sein soll. Eine Dokumentation bereits der Änderung einzelner Parameter wäre hier insbesondere mit Blick auf die von Skontroführern, Spezialisten und Designated Sponsors genutzten Algorithmen praktisch nicht zu bewerkstelligen bzw. nur mit erheblichem technischem Aufwand umsetzbar, da die genannten Handelsteilnehmer die Parameter ihrer Systeme *ständig* an die sich verändernden Märkte anpassen (müssen).
9. Überdies fällt in Abgrenzung der geplanten Änderungen des Börsengesetzes von denen des Wertpapierhandelsgesetzes auf, dass die materiellen Anforderungen an die Marktplatzbetreiber von Gesetzes wegen einander entsprechen (vgl. die Bereiche Excessive-Usage-Fee, Order-Transaktions-Verhältnis, Mindestpreisänderungsgröße und Vorkehrungen zur ordnungsgemäßen Preisermittlung), aber den Normadressaten (Börsen einerseits und MTFs andererseits) unterschiedlich weitreichende Regulierungsbefugnisse einräumen. Dies kommt namentlich darin zum Ausdruck, dass die einzelnen Börsen die nähere Ausgestaltung der gesetzlichen Vorgaben mittels ihrer jeweiligen Börsenordnungen vornehmen können, während im Bereich des MTF-Betriebs eine nachrangige formelle Rechtsverordnung normiert werden soll und die entsprechende Detailregelungen damit *von dritter Seite und einheitlich* vorgegeben werden (vgl. Ermächtigungsgrundlage in § 31f Abs. 4 WpHG). Hier ist zumindest zu konzedieren, dass sich damit die regulatorischen Rahmenbedingungen für Börsen einerseits und MTF-Betreiber andererseits nach Maßgabe des vorliegenden Gesetzentwurfs materiell-rechtlich unterschiedlich gestalten.

Für Rückfragen und jedwede Abstimmung zu den vorstehenden Ausführungen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Gegen eine Veröffentlichung unserer Stellungnahme bestehen keine Bedenken.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Hans Mewes  
Justiziar