

**Finanzausschuss**  
**Wortprotokoll**  
123. Sitzung

**Mittwoch, den 16.01.2013, 14:00 Uhr**  
**Sitzungsort: Berlin, Marie-Elisabeth-Lüders-Haus,**  
**Adele-Schreiber-Krieger-Straße 1/Schiffbauerdamm, Anhörungssaal 3.101**  
**Sitzungssaal:**

**Vorsitz: Dr. Birgit Reinemund, MdB**

**ÖFFENTLICHE ANHÖRUNG**

Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen  
im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)

**BT-Drucksache 17/11631**

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Meine sehr geehrten Damen und Herren, ich darf Sie herzlich zur 123. Sitzung des Finanzausschusses, zur öffentlichen Anhörung zum Hochfrequenzhandel begrüßen. Ich darf gleich zu Beginn darauf hinweisen, dass wir zwei englischsprachige Experten bei uns haben. Die Übersetzung erhalten Sie in Deutsch auf Kanal zwei und in Englisch auf Kanal drei.

Ich begrüße die Experten, die dem Finanzausschuss heute Ihren Sachverstand für die Beratung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)“ auf Drucksache 17/11631 zur Verfügung stellen. Soweit Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab ihre schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Die Stellungnahmen finden sich auch im Internetauftritt des Finanzausschusses wieder und werden Bestandteil des Protokolls zur heutigen Sitzung.

Ich begrüße die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und - soweit anwesend - auch die der mitberatenden Ausschüsse. Für die Bundesregierung darf ich Herrn StS Koschyk und weitere Fachbeamte aus dem BMF begrüßen. Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder und – soweit anwesend – die Vertreter der Bild-, Ton- und Printmedien. Und nicht zuletzt natürlich alle unsere Gäste auf den oberen Rängen. Ich darf Ihnen allen noch ein frohes Neues Jahr wünschen, Gesundheit, Glück und viel Gelassenheit bei allen Vorhaben, die wir dieses Jahr noch haben.

Mit dem vorliegenden Hochfrequenzhandelsgesetz sollen zur Stärkung der Stabilität und Integrität der Finanzmärkte Regelungen geschaffen werden, um die Risiken, die durch den Hochfrequenzhandel entstehen (das sind überhöhte Geschwindigkeit und Komplexität des Handels, Überlastung der Handelssysteme sowie Verschärfung der Volatilität), einzugrenzen, ohne dabei den Handel mittels algorithmischer Programme, die in- und außerhalb des Finanzsektors weit verbreitet sind, pauschal zu verbieten.

Für die Anhörung ist ein Zeitraum von zwei Stunden vorgesehen, also bis ca. 16.00 Uhr. Nach unserem bewährten Verfahren sind höchstens zwei Fragen an einen Sachverständigen oder eine Sachverständige bzw. jeweils eine Frage an zwei Sachverständige zu stellen. Ziel ist es dabei, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit zur Frage zu geben und Ihnen natürlich zur Antwort. Deshalb bitte ich um kurz gefasste Statements. Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn Ihrer Frage die Sachverständige oder den Sachverständigen zu nennen, an den sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden, vor allen Dingen bei der Erstellung des Protokolls. Die

Fraktionen werden gebeten, die Fragesteller vorab hier über ihren Obmann anzumelden. Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen. Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende ihrer Statements wieder abzuschalten. Zum Schluss sei mir noch ein Hinweis erlaubt, dass diese Anhörung live im Parlamentsfernsehen übertragen wird. Wir starten mit der ersten Fragerunde. Für die Fraktion der CDU/CSU hat das Wort Herr Flosbach.

**Abg. Klaus-Peter Flosbach (CDU/CSU):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage geht an die Deutsche Börse AG. Bitte beschreiben Sie uns einmal, welche Finanzmarktakteure den Hochfrequenzhandel für welche Zwecke benötigen. Die zentrale Frage: Warum brauchen wir den Hochfrequenzhandel? Oder brauchen wir ihn nicht? Die zweite Frage geht an die BaFin. Die Eingangsfrage ist: Warum brauchen wir eine Regulierung des Hochfrequenzhandels?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Das Wort hat Herr Riess für die Deutsche Börse AG.

**Sv Rainer Riess (Deutsche Börse AG):** Für uns ist weniger entscheidend, ob Handel hochfrequent oder niedrigfrequent ist. Für funktionierende Märkte ist es einfach sehr wichtig, dass die Transmission funktioniert. Wir haben seit MiFID fragmentierte Märkte in Europa. Das heißt, beispielsweise entfallen etwa 30 Prozent des Handels auf Plattformen außerhalb von Deutschland. Hier ist einfach ein sehr schneller Ausgleich der ökonomischen Informationen zwischen diesen Plattformen und dem Handel in Deutschland wichtig. Wichtig für uns ist letztendlich, dass wir in der Lage sind, Marktmissbrauch zu erkennen, um insofern eine ordentliche Überwachung der Märkte sicherzustellen. Der Hochfrequenzhändler an sich bietet letztendlich einfach nur Transmissionsmechanismen und verarbeitet diese Information zwischen den ökonomischen Beteiligten am Finanzmarkt relativ schnell. Ob niedrigfrequent oder hochfrequent ist insofern für uns relativ egal. Es ist wichtig, dass die Information am Markt einfach, schnell und effizient verarbeitet werden kann, damit wir richtige Preise haben, die letztendlich für die Realwirtschaft von Bedeutung sind.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank, Herr Riess. Es folgt Herr Caspari für die BaFin.

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank. Vom Hochfrequenzhandel gehen durchaus Risiken für die Stabilität der Börsen und damit des Finanzplatzes aus. Einmal haben wir – und zwar weder die Börsen, noch die

Börsenaufsicht – keine Kenntnis, welche Algorithmen, die ja letztendlich für den Handel die Entscheidung übernommen haben, den Orders zugrundeliegen. Wir haben keine unmittelbare Kenntnis, welche Algorithmen für die Handelsentscheidungen maßgeblich sind. Die Orderzahl, die an die Märkte geht, ist gigantisch. Häufig führen tausend Aufträge oder Änderungen zu einem Abschluss. Es gibt viele verschiedene Marktteilnehmer, die zu diesem Orderfluss beitragen. Das dann für die Aufsicht auseinanderzudröseln, ist ganz schwierig. Deshalb brauchen wir mehr Transparenz, um auch bei Fehlorders oder falschlaufenden Algorithmen aufsichtlich einschreiten zu können. Ich hatte dieser Tage mit der HÜSt<sup>1</sup> Frankfurt gesprochen und die sagten mir, dass sie beispielsweise nicht den Händler fragen müssen, sondern letztlich den entscheidenden Programmierer. Und der sitzt dann in Indien. Um hier den Dingen auf die Spur zu kommen, beziehungsweise bei Fehlreaktion in den Märkten einen Crash zu vermeiden, müssen wir für die Transparenz sorgen. Wir brauchen auch Mechanismen, um exzessive Handelsaktivitäten, die letztlich die Systeme stressen – man muss auch den Stress für die Computersysteme sehen –, dämpfend wirken zu können.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank, Herr Caspari. Für die Fraktion der SPD hat das Wort Herr Dr. Sieling.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine erste Frage möchte ich an Herrn Prof. Dr. Hickel richten. Sie richtet sich dahingehend, welchen volkswirtschaftlichen Nutzen der Hochfrequenzhandel hat und welche Bedeutung er haben kann, aber natürlich auch welche Risiken er für realwirtschaftliche Prozesse haben kann. Meine zweite Frage geht an Finance Watch. Dort hätte ich gerne eine Einschätzung der Bedeutung des Hochfrequenzhandels für die Funktionsweise der Finanzmärkte selber. Eine Bewertung aus Ihrer Sicht, im Hinblick auf die Pro-Argumente, die vorgetragen werden, aber natürlich auch die in dem Zusammenhang bestehenden Hinweise auf Risiken und Gefahren.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Prof. Dr. Hickel, Sie haben das Wort.

**Sv Prof. Dr. Rudolf Hickel (Universität Bremen):** Frau Vorsitzende, Herr Abg. Dr. Sieling, ich danke Ihnen für die Frage. Es ist natürlich die Schlüsselfrage nach dem Grad und der Intensität der Regulierung, von der alles abhängt. Ich habe mir auch die Stellungnahmen angeschaut, soweit sie zugänglich sind. Ich finde, manche Stellungnahmen – die natürlich von Interessenvertretungen kommen – fallen hinter das zurück, was im Gesetzentwurf steht. Der Gesetzentwurf hat – wenn man ihn genau liest – zumindest in der Begründung seiner Maßnahmen ein relativ klares Verständnis davon – ich zitiere jetzt die Deutsche Bundesbank

---

<sup>1</sup> Handelsüberwachungsstelle

aus dem Finanzstabilitätsbericht von 2011 –, dass die Vorteile, die zitiert werden, bei Weitem durch die Nachteile und die Risiken überlagert werden. Frau Vorsitzende, Sie haben vorhin selber in einem Eingangsstatement von Volatilitäten geredet. Die Risiken sind erheblich größer.

Die Suche nach Vorteilen ist mir sehr schwer gefallen. Beispielsweise ein Vorteil, der im Sinne einer Intensivierung des gesamten Handels immer zitiert wird, ist die Mobilisierung von Liquidität. Das ist ja genau das Problem. Wenn das so wäre, dann würde ich sagen, dass der Hochfrequenzhandel eine wichtige Funktion hat, ohne Zweifel. Viele sagen aber, – das schreiben Sie selber an einer Stelle im Gesetzentwurf –, dass damit Scheinliquidität erzeugt wird, die ganz schnell wieder verschwindet. Das hängt davon ab, in welchem Ausmaß Orderaufträge dann wieder blitzschnell storniert werden. Als Wissenschaftler ist man sehr vorsichtig, wenn man so bedeutungsvolle Worte, so Rechtfertigungen wie „Marktintegration“ und „Marktvertiefung“ hört. Meine These ist, dass in dem System eher die Gefahr liegt, dass die Marktintegration gestört wird. Ich würde sagen, dass – auch vor dem Hintergrund was die Deutsche Bundesbank im Finanzstabilitätsbericht geschrieben hat – die volkswirtschaftlichen Nachteile, die dann auch auf die Realwirtschaft durchschlagen, erheblich größer sind.

Erstens, kommt es – das kann man gut beschreiben, ich spare mir das aber jetzt – zur Rationalisierung der Preisbildung. Das Wichtigste eines Marktes, das Preisfindungssystem, wird rationalisiert. Zweitens, kommt es zu Volatilitäten. Drittens, wird das, was immer so gelobt wird, zum negativen Punkt. Es entsteht sowas wie Scheinliquidität, und deshalb ist es wichtig, dass man hier sehr streng reguliert. Ich will einmal – wenn Sie es mir erlauben, Frau Vorsitzende – eine Einschätzung des Gesetzentwurfes angeben. Da gibt es für mich gewisser Weise einen Widerspruch. Einerseits erkennt man doch sehr deutlich, was reguliert werden soll oder wo Probleme bestehen, aber in der Exekution der Instrumente bleibt man im Grunde genommen weit hinter dem zurück. Ich habe das Gefühl, es soll der Hochfrequenzhandel irgendwie reguliert werden, aber nach dem Motto „Wasch mir den Pelz, aber mach mich nicht nass.“ Geht das am Ende eigentlich? Ich frage mich – wir haben ja Spezialisten unter uns – wie es die handelnden Akteure im Hochfrequenzhandel eigentlich erschüttert oder beeindruckt, wenn das Gesetz so realisiert würde. Deshalb würde ich an der Stelle sagen, dass es in die richtige Richtung geht, aber dass es sehr deutlicher formuliert werden muss. Anstatt der Angemessenheitsformulierung bei dem Ordertransaktionsverhältnis würde ich einfach eine Zahl nennen. Ich würde schlichtweg eine Zahl nennen, über die man sich verständigen muss, so dass der Hochfrequenzhandel insgesamt, der eigentlich eher das Potential der Marktzerstörung oder Preisrationalisierung hat, in seinen Restbeständen aufgefangen wird.

Ich wage die These, dass wir auch ohne einen Hochfrequenzhandel das Börsensystem loben können. Wir brauchen ihn eigentlich nicht. Da er aber nun in der Welt ist, müssen wir gucken, dass er richtig reguliert wird. Es muss auf die Algorithmen Einfluss genommen werden. Vor allem in einer Weise: In den Algorithmus muss das Kill Switch eingebaut werden. Das heißt, es muss das erzeugte Fehltriteil oder Fehlverhalten im Algorithmus selber korrigiert werden. Die BaFin sollte das kontrollieren.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Für Finance Watch hat das Wort Herr Lallemand.

**Sv Benoit Lallemand (Finance Watch):** Zunächst einmal möchte ich Ihnen für die Einladung danken und mich dafür entschuldigen, dass ich heute nicht auf Deutsch zu Ihnen sprechen kann. Ich werde also auf Englisch sprechen.

Meines Erachtens lautet die zentrale Frage: Wie wirkt sich der Hochfrequenzhandel auf das Funktionieren der Märkte aus? Diese Frage muss in einem allgemeineren Kontext betrachtet werden. Der wichtigste gesellschaftliche Nutzen von Märkten – und ich spreche hier von Aktienmärkten – besteht darin, dass sich Kapitalangebot und Kapitalnachfrage treffen können. Konkret gesprochen: Unternehmen auf der einen Seite – KMUs genauso wie Großunternehmen – sollen die Anleger auf der anderen Seite treffen können. Ein wesentliches Kennzeichen für das gute Funktionieren von Märkten ist daher die Fähigkeit der Märkte – der Primärmärkte –, Kapital zu beschaffen. Eines der wichtigsten Kriterien dafür bzw. eine sehr wichtige Dimension dabei ist das Anlegervertrauen. Vom Anlegervertrauen hängt es ganz entscheidend ab, ob diese Märkte effektiv sind. Das Anlegervertrauen ist also ein wirklich wichtiger Indikator, auch wenn es sich nicht genau messen lässt. Und manchmal lässt es sich sogar schwer beeinflussen. Vor diesem Hintergrund wird deutlich: Hochfrequenzhändler und Wechselkurse sind zwischengeschaltete Stellen, Mittler. Die Endanwender sind, wie erwähnt, die Anleger auf der einen und die Unternehmen auf der anderen Seite. Und natürlich müssen die Mittler sich hinsichtlich ihrer Vorteile rechtfertigen, weil sie zusätzliche Schritte zum Verfahren hinzufügen. Wie bei jeder Art von Vermittlung sollte meines Erachtens auch hier eine Kosten-Nutzen-Analyse durchgeführt werden. Der Hochfrequenzhandel ist ein relativ neues Phänomen. Es gibt zwar schon seit längerem eine Automatisierung des Handels, doch Hochfrequenzhandel ist etwas anderes. Die Hochfrequenzhändler als so genannte „Liquiditätsbereitsteller“ müssen tatsächlich rechtfertigen, worin ihr Nutzen besteht. Sowohl in den USA als auch auf den europäischen Märkten gab es innerhalb weniger Minuten Marktausschläge. Die Kosten und Risiken sind also beträchtlich. Was die Nutzen-Seite angeht, sind wir nicht so überzeugt.

Die wichtigsten Vorteile, mit denen argumentiert wird, sind also Liquidität und die Reduzierung von Kosten. Wir denken, dass die Reduzierung der Kosten eher mit der Automatisierung des Handels zu tun hat, wie dies auch in anderen Branchen zu beobachten ist. Natürlich lassen sich durch Automatisierung die Kosten senken. Aus der Perspektive des gesellschaftlichen Nutzens ließe sich auch von – so würde ich es bezeichnen – exzessiven Investitionen in Super-High-Tech-Technologien sprechen. Vielleicht haben diese die Kosten für Händler gesenkt, doch für die erwähnten Endabnehmer, Unternehmen und Anleger, sind sie vielleicht gar nicht nötig.

Nun zum Thema Liquidität. Auch hier müssen wir uns den Hintergrund anschauen. Was ist Liquidität, und worin liegt in Bezug auf die betrachteten Märkte ihr Nutzen? Ihr Wert besteht im Grunde darin, dem Anleger das sichere Gefühl zu vermitteln, dass er seine Aktien auch wieder verkaufen kann, wenn er z. B. in einem oder zwei Jahren ein Haus oder etwas anderes kaufen möchte. Liquidität ist also ein sehr relatives Konzept. Für die meisten von uns sowie für die meisten institutionellen Anleger geht es bei Liquidität eher um Tage oder Wochen, in Extremfällen vielleicht auch um Stunden. Wenn Sie also mit einem Broker für institutionelle Anleger sprechen, dann wird er Ihnen erklären, dass institutionelle Anleger den Schwerpunkt in der Regel auf den Preis legen und vom Broker verlangen, dass er den Auftrag innerhalb einiger Tage, manchmal auch innerhalb einiger Wochen, ausführt. Denn worum es einem institutionellen Anleger geht, ist nicht die Geschwindigkeit, sondern der Preis.

Liquidität ist also die Möglichkeit für Anleger, ihre Anlagen zu Geld zu machen. Und die Wirtschaftstheorie besagt, dass Liquidität die Kapitalkosten reduziert, weil die mit dem Einstieg in den Markt verbundene Risikoprämie sinkt, die die Anleger für das Einbringen von Kapital verlangen. Das bedeutet: Liquidität ist vor allem bei den weniger liquiden Aktien erforderlich. Das ist offensichtlich. Viele der Aktivitäten des Hochfrequenzhandels richten sich jedoch auf die hoch liquiden Aktien. In den Börsenstatistiken wurde zuerst das Transaktionsvolumen bei den weniger liquiden Aktien gemessen, wobei das Transaktionsvolumen nicht dasselbe ist wie die Liquidität. Dann wurde das Transaktionsvolumen bei den Bluechips gemessen, also bei den 40 oder 100 hoch liquiden Spitzenwerten eines Marktes. Meiner Einschätzung nach sind diese Aktien in einem idealen Markt bereits von sich aus liquide. Es ist bei den hoch liquiden Aktien also kein Mittler erforderlich, weil die Anleger sich von Zeit zu Zeit auf dem Markt treffen, wobei es möglicherweise kleine Zeitdifferenzen gibt. Doch wie gesagt: Das ist für die meisten Anleger kein Problem.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der FDP ist Herr Abg. Sängler.

**Abg. Björn Säger (FDP):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Es gibt ja in der Runde eine ganze Reihe von Teilnehmern, die die Einbeziehung von Eigenhändlern durchaus kritisch sieht, insbesondere hinsichtlich der umfangreichen Verpflichtungen und auch Folgepflichten, die sich aus einer KWG-Zulassung ergeben, also Eigenkapital, vierteljährliche Monatsausweise der Bilanz in der GuV, vierteljährliche Solvabilitätsmeldungen, vierteljährliche Großkreditmeldungen – die es ja teilweise gar nicht gibt bei Eigenhändlern –, jährliche KWG- und WpHG-Prüfung durch Wirtschaftsprüfer. Mich würde die Einschätzung dieses Tatbestandes vom Europäischen Verband der Eigenhändler und vom Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V. interessieren.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Für den Verband der Europäischen Eigenhändler hat das Wort Herr Vorrath.

**Sv Peter Vorrath (International Algorithmic Trading GmbH (IAT); Verband der Europäischen Eigenhändler (FIA EPTA)):** Wir vertreten als deutsches Mitglied von FIA EPTA auch mit den Verband der Europäischen Eigenhändler. Vielleicht grundsätzlich noch ein Wort vorweg: Wir finden diese ganze Regulierungsdebatte – vielleicht für viele überraschend hier – überhaupt nicht negativ. Wir stehen einer Regulierung sehr offen gegenüber. Genau die Fragen, die gerade gestellt wurden, sind für uns von besonders hoher Bedeutung, weil es für uns im Moment ein bisschen den Anschein hat, dass Firmen, wie wir und auch andere aus unserem Branchenverband, die bisher gar nicht reguliert waren, plötzlich von 0 auf 100 reguliert werden müssen.

Ich kann auch ein bisschen für unsere deutsche Firma sprechen. Wir sind ein mittelständisches Unternehmen mit 65 Mitarbeitern. Wir unterlagen bisher nicht der BaFin, werden jetzt aber zukünftig – zumindest, wenn das Gesetz, so wie es im Moment im KWG vorgesehen ist, durchgebracht wird – den gleichen Anforderungen unterliegen wie eine Deutsche Bank oder eine Commerzbank in Frankfurt mit vielen, vielen tausendenden von Kunden. Das sind genau die gleichen solvabilitätsrechtlichen Anforderungen, Eigenkapitalanforderungen und Großkreditregime, die uns auferlegt werden. Da sagen wir: „Wir haben überhaupt keine Kunden.“

Ich glaube, die Bundesbank hat in ihrem Statement ganz gut gesagt, dass es das Kreditwesengesetz eigentlich zum Schutz von Kunden gibt. Da ist schon eine Diskrepanz zu sehen, weil – wie gesagt – es keinen einzigen Eigenhändler gibt, der Kunden hat. Damit gibt es auch keine Kunden, die irgendwie schützenswert sind. Das wurde an der einen oder anderen Stelle auch berücksichtigt, zum Beispiel bei der Ausnahme von dem Einlagensicherungsfonds, wo Hochfrequenzhändler explizit ausgenommen sind. Da wurde der Tatbestand gesehen, dass es keine Kunden gibt.



Insbesondere bei den sehr bürokratischen Regelungen im KWG, die uns sehr hohe administrative Kosten und Lasten auferlegen, sehen wir als deutsche Firma große Nachteile, auch für die anderen mittlerweile 24 Mitglieder in unseren Branchenverbänden und entsprechend für die ausländischen Teilnehmer. Von denen sind mittlerweile sehr viele bei ihren local authorities selber reguliert. Diese Regulierung wird aber vom KWG nicht anerkannt. Es gibt sehr viele Firmen, zum Beispiel in Großbritannien, die als locals reguliert sind. Es gibt auch einige Firmen von außerhalb der EU – viele davon aus den USA –, die auf dem deutschen Markt via direct market access handeln. All diese Firmen würden zukünftig den KWG-Anforderungen unterliegen. Es steht für diese Firmen, die teilweise noch deutlich kleiner sind als wir, in keinem Verhältnis zum Aufwand, in Deutschland eine Niederlassung zu gründen, um sich dann von der BaFin regulieren zu lassen und um die KWG-Anforderungen zu erfüllen.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Dr. Mewes hat das Wort für den Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.

**Sv Dr. Hans Mewes (Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.):** Vielen Dank. Bezüglich der wirtschaftlichen Folgen sehen wir es gerade in diesem Punkt – KWG-Erlaubnis und Ausweitung der Definition des Eigenhandels – als höchst kritisch an, wenn wir es tatsächlich mit einem deutschen Alleingang zu tun hätten und nicht abgewartet wird, bis die MiFID dieses ganze Regularium aufsichtsrechtlich behandelt. Würde man jetzt die KWG-Erlaubnis auf Hochfrequenzhändler erstrecken und die Definition des Eigenhandels ausweiten, würde das mit dem Europäischen Pass<sup>2</sup> konterkarieren, mit dem Finanzdienstleister und Institute sich in Europa zulassen, grenzüberschreitend Niederlassungen errichten und auch die Dienstleistungsfreiheit in Anspruch nehmen können.

Es wäre eine Ungleichgewichtung, wenn es in Deutschland andere aufsichtsrechtliche Voraussetzungen gäbe, was die KWG-Erlaubnis und was die Definition des Eigenhandels betrifft. Bisher haben wir in Europa einigermaßen ein level playing field mit einer weitestgehenden Harmonisierung. Das würde auch durch die MiFID beibehalten werden. Wir bekämen durch die geplanten Regelungen ein aufsichtsrechtliches Gefälle in den verschiedenen Mitgliedstaaten, und man könnte aus anderen Staaten heraus den Europäischen Pass nicht mehr in der Weise in Deutschland nutzen – Stichwort Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit. Ein weiterer Punkt in diesem Zusammenhang

---

<sup>2</sup> EU-weite Zulassung, Wertpapiere europaweit an einem organisierten Markt anbieten zu dürfen, ohne dass im jeweiligen ausländischen Land ein zusätzliches Genehmigungsverfahren notwendig ist. ([http://www.finanz-lexikon.de/europaeischer\\_pass\\_2378.html](http://www.finanz-lexikon.de/europaeischer_pass_2378.html))

wäre auch– ich habe es in einer Stellungnahme gelesen –, dass man in der Tat noch diskutieren könnte, ob man das hier überhaupt mit einer KWG-Erlaubnis normieren sollte oder ob man eine börsliche Zulassung auf der Grundlage des Börsengesetzes ins Spiel bringt. Darüber sollte eventuell auch noch einmal diskutiert oder nachgedacht werden.

**Sv Michael Sterzenbach (Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.):** Vielleicht noch einer Ergänzung, danke. Die Einführung einer KWG-Erlaubnis für Firmen, die professionell am Markt tätig sind, ist das im Grunde nichts Verkehrtes. Nur wir haben – wie Herr Mewes sagte – das Problem, dass, wenn wir das nur in Deutschland einführen, wir de facto eine Markteintrittsbarriere für Firmen schaffen, die aus dem Ausland kommen. Wir müssen dann einfach befürchten, dass ein Teil dieser Firmen die damit verbundenen Kosten nicht auf sich nehmen würde. Das würde zum Abfluss von Liquidität führen. Wir haben in den letzten Jahren bereits aus anderen Gründen in erheblichem Maße ein Abwandern des Handels von Wertpapieren, von Aktien deutscher Emittenten, an ausländische MTFs<sup>3</sup> bzw. andere Handelsplätze erlebt. Wir befürchten einfach, dass durch das Erfordernis der KWG-Erlaubnis dieser Prozess weiter verstärkt würde. Wir denken, dass das eigentlich nicht im Interesse des deutschen Gesetzgebers sein kann, dass wir im Grunde genommen Regulierungen schaffen, die Anreizstrukturen etablieren, dass der Handel in Wertpapieren deutscher Emittenten weiter ins Ausland verlagert wird.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Abg. Dr. Troost für die Fraktion DIE LINKE.

**Abg. Dr. Axel Troost (DIE LINKE.):** Danke schön. Meine erste Frage geht nochmal als Nachfrage an Herrn Prof. Dr. Hickel. Sie haben dargestellt, dass der volkswirtschaftliche Nutzen nicht wirklich erkennbar ist und die Gefahren eher größer sind. Muss man dann nicht den Hochfrequenzhandel möglicherweise ganz verbieten oder ihn doch deutlich mehr einschränken? Welche Rolle könnte in diesem Zusammenhang die Einführung der Finanztransaktionssteuer spielen, die ja zumindest in Deutschland von der Bundesregierung und der gesamten Opposition – bei der Abgeordneten der Koalition weiß man das nach wie vor nicht so im Einzelnen – befürwortet wird? Könnte das auch ein Weg sein, den Hochfrequenzhandel als solchen möglicherweise zum Erliegen zu bringen?

Meine zweite Frage geht an Herrn Henn von Weed. Die Deutsche Bundesbank und die Gruppe Deutsche Börse begrüßen es, dass eine Mindesthaltungsdauer im Gesetzentwurf nicht enthalten ist. Andere Sachverständige – also der Bundesverband Investment und Asset Management e. V. sowie der Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen

---

<sup>3</sup> Multilaterales Handelssystem (Multilateral Trading Facility)

e. V. – sind da anderer Auffassung. Die Bundesbank schlägt in ihrem Gutachten zur Reduzierung der Geschwindigkeit Auktionsmodelle vor. Halten Sie die Einwände gegen eine Mindesthaltungsdauer für gerechtfertigt bzw. was schlagen Sie da konkret vor?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Prof. Dr. Rudolf Hickel hat das Wort.

**Sv Prof. Dr. Rudolf Hickel (Universität Bremen):** Frau Vorsitzende, Herr Abg. Dr. Troost, danke schön. Ich will es ganz kurz machen. Ich fasse das noch einmal zusammen. Ich habe es durchaus auch im Gesetzentwurf gespürt und gelesen, da er ja in der Beschreibung der Risiken ganz viele, sehr vernünftige Dinge ausführt. Wenn man sich die Geschichte, die Genesis des Hochfrequenzhandels genauer anschaut, dann ist die Antriebskraft nicht, die Effizienz der Märkte zu verstärken. Es war die Antriebskraft, in Sekunden oder Bruchteilen von Sekunden Geschäfte zu machen. Das ist der eigentliche Antrieb. Nachdem das so ist, müssten wir die Frage stellen „Wem nützt das?“, Cui bono? und „Wem schadet es?“ Wem es schadet, habe ich vorhin schon ausgeführt.

Worum es eigentlich geht, ist ein gewisses Maß von Entschleunigung. Sie sprechen ja einige Instrumente für die Entschleunigung an. Die Finanztransaktionssteuer ist – jetzt muss man sehr genau sein – sehr sinnvoll, aber sie reicht allein nicht aus, weil sie im Grunde genommen nur Anreize für die Reduktion der Handelsvolumina schafft. Das ist das eine. Das zweite ist, dass sie – das ist eine sehr sinnvolle Forderung – durch eine mengenmäßige Regulierung der Taktzeiten ergänzt werden muss. Deshalb glaube ich, dass es ganz wesentlich ist, dass eine Haltefrist eingeführt wird und dass der schon von mir beschriebene Einbau in die Algorithmen umgesetzt wird.

Es ist eine Katastrophe, dass Fehlermeldungen bzw. bewusste Manipulation heute unkontrolliert explodieren können. So sind ja die Crashes, die wir ja alle kennen, entstanden. Darauf muss eingegangen werden. Man kann das an dem einen Punkt im Gesetzentwurf – den ich für wichtig halte – auch noch einmal diskutieren. Das ist die Marktpreisdifferenz. Entscheidend sind ja bei dem Geschäft die Menge und die Geschwindigkeit. Die Preisdifferenzen, dieser eine Cent, – wie ich in meinem Papier geschrieben habe – , sind nicht entscheidend. Ich sage es noch einmal: Um zur Rationalität des Preisbildungssystems beizutragen, würde ich nicht so weit gehen – obwohl ich das eingangs gesagt habe –, das Ganze abzuschaffen. Ich sage ganz ehrlich, ich würde mir für die Deutsche Börse – das tut mir jetzt Leid für Sie – mal wieder ein richtiges Sofa wünschen, wo sich 30 Leute treffen und alle drei Stunden überlegen, wie man die Kurse macht. Das ist alles vorbei.

Ein Hinweis ist gekommen, da stimme ich den Ausführungen zu: Die deutsche muss natürlich ganz schnell in die europäische Regulierung integriert werden. Nehmen Sie das

doch einmal stolz zur Kenntnis – wie auch immer die Motive sind, über die darf ich als Wissenschaftler heute nicht diskutieren. Nehmen Sie zur Kenntnis, dass die Bundesrepublik Deutschland einen Schritt voran geht, der notwendig ist. Warten Sie jetzt nicht auf die anderen. Wichtig ist natürlich, dass das dann in den MiFID-Prozess integriert wird. Das ist klar.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Henn für Weed.

**Sv Markus Henn (Weed – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung e. V.):** Vielen Dank für die Einladung und für die Frage. Ich möchte zunächst noch ein Wort zu der Frage verlieren, warum überhaupt über Mindesthaltefristen nachgedacht wird und warum das in diesem Kontext eine Idee ist, die man überlegen sollte. Die Frage ist ja, ob wir immer mehr Geschwindigkeit brauchen oder ob das – zumindest an einem gewissen Punkt – kontraproduktiv wird. Ich hatte da auch schon in meiner Stellungnahme ein schönes Zitat. Das ist von einer Anhörung, die vor einem halben Jahr – im September 2012 – in den USA zu genau demselben Thema stattgefunden hat. Da war ein Vertreter des Großfonds T. Rowe Price, einer der größten Investmentfonds der Welt, der Leiter des US-Aktienhandels. Der hat dort gesagt, „Dieses Streben nach Geschwindigkeit als Priorität steht in direktem Konflikt mit dem Streben nach Marktintegrität als Priorität.“

Es gibt viele weitere Kritikpunkte, die alle in Frage stellen, dass dieses immer Schnellere wirklich den Handel verbessern würde, auch gerade aus Sicht von anderen Investoren. Deshalb halte ich die Idee, erst einmal darüber nachzudenken, wie man an irgendeinem Punkt des Handels Fristen einführen kann, für sehr begrüßenswert. Ich denke, man müsste überlegen, wo man genau ansetzt. Das Europäische Parlament hat ja eine Mindesthaltefrist von einer halben Sekunde für die Aufträge vorgeschlagen. Gegen diese Art von Frist für die Auftragsstellung wird – nach dem, was ich wahrnehme – am meisten entgegengebracht, dass die Händler dann, wenn sie die Aufträge alle annehmen müssen, quasi von anderen Händlern in dieser einen halben Sekunde, wo sie die Order halten müssen, kaputtgehandelt werden können. Ich denke mal, dieser Einwand ist, wenn man technisch davon ausgeht, dass jemand diese Verpflichtung hat, vielleicht durchaus richtig. Dann ist die Frage: „Wer hat diese Verpflichtung und muss immer alle Aufträge annehmen?“ Sind diese Hochfrequenzhändler zum Beispiel auch Market Maker? Das sind Sie – nach dem, was ich verstehen kann – keinesfalls immer. Es gibt Hochfrequenzhändler, die Market Maker sind, aber auch viele, die es nicht sind. Es ist dann auch die Frage, ob dieses Modell, wo der Händler eben verpflichtet ist, alle Aufträge anzunehmen, ein sinnvolles Modell ist oder ob man darüber nachdenken muss, wenn man entschleunigen will, auch diese gegenseitige Verpflichtung aufzuheben. Dann hat man einen noch mehr entschleunigten Handel.

Vor diesem Hintergrund der nötigen Geschwindigkeitsreduzierung, wären alle diese Eingriffe – finde ich zumindest – der Preis, den man dafür zahlt, dass der Markt sicherer ist. Eine solche Mindesthaltefrist wurde im Übrigen auch von einem anderen Experten vorgeschlagen, der bei der US-Anhörung war: David Lauer. Er hatte für mehrere Firmen in den USA – unter anderem für den Fonds Citadel – ein Hochfrequenzhandelssystem entwickelt. Er hat zur Prüfung in den USA eine Frist – allerdings eine noch einmal um den Faktor 10 geringere Frist – vorgeschlagen. Das wäre der Bereich der Auftragsbegrenzung bzw. der Auftragsfrist.

Dann wäre natürlich noch die große andere Frage, ob man eine Frist für das Halten von Positionen einführen könnte. Nicht für die Aufträge, sondern ob man wirklich sagt: „Jemand muss eine Position so und so lange halten, bevor er sie weiter verkaufen darf.“ Das wäre sicherlich auch ein Eingriff, den man überlegen sollte, weil dadurch der Handel ebenfalls entschleunigt werden könnte. Ich will dazu auch noch ein anderes Zitat aus einem Artikel des Economist zum Besten geben, wo Warren Buffett, der hier als der „most successful investor in history“ bezeichnet wird, gemeint hat, dass die ideale Haltezeit für Aktien eigentlich ewig sei. Deswegen sei es sicherlich nicht schädlich für Investoren, wenn sie manchmal eine Sekunde warten müssten, bevor sie handeln könnten. Ich denke, wenn man in dem Geist denken würde, dass nicht alles nur noch immer schneller sein muss, jeder Fonds auch immer die Möglichkeit haben soll, ständig alles im Portfolio umzuschlagen, sondern sich denkt, dass sinnvolles Wirtschaften eigentlich durchaus auch mit echt verstandener Langfristigkeit zusammenhängt, dann könnte man die Debatte ganz anders führen. Ich glaube, davon sind wir aber leider noch sehr weit entfernt. Der Gesetzentwurf hat leider diesen Vorschlag überhaupt nicht aufgegriffen. Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Schick für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN.

**Abg. Dr. Gerhard Schick (BÜNDNIS90/DIE GRÜNEN):** Dankeschön. Ich möchte eine kurze Vorbemerkung machen: Ich bin etwas erstaunt, dass die Deutsche Bundesbank uns absagen musste. Wenn eine Einzelperson benannt ist, der kann natürlich etwas dazwischen kommen. Aber bei einer Institution wie der Deutschen Bundesbank sind ja wahrscheinlich doch mehrere hundert bzw. tausend Leute beschäftigt, von denen sich vielleicht mehr als eine Person zu dem Thema auskennt. Ich finde schon, dass wir zum Ausdruck bringen sollten, dass uns das etwas erstaunt, dass uns heute kein entsprechender Sachverstand von einer doch wichtigen Regulierungsbehörde unseres Landes zugutekommt.

Meine Fragen beziehen sich auf zwei Veränderungsvorschläge, die es gibt. Sie gehen an den BVI und Finance Watch. Das erste ist die Differenzierung – ich möchte beide befragen, damit

nicht nur jeder seinen Vorschlag nennt – zwischen algorithmischem Handel und Hochfrequenzhandel in der Stellungnahme des BVI. Mich würde noch einmal interessieren, ob das sinnvoll ist und welche Probleme das vielleicht birgt. Das zweite ist der Vorschlag, der auch von den französischen Aufsichtsbehörden kommt, dass man höhere Notierungssprünge – also tick sizes – festlegt. Auch da würde mich interessieren, wie Sie diese Verschärfung jetzt in Bezug auf das deutsche Gesetz bewerten.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es beginnt Herr Siebel für den BVI.

**Sv Rudolf Siebel (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.):** Frau Vorsitzende, Herr Abg. Dr. Schick, vielen Dank für die Frage. Der BVI vertritt Investments in Höhe von 2010 Milliarden Euro, davon auch einen Großteil in Aktien und Renten, die an Börsen gehandelt werden. Unsere Mitglieder sind in der von Finance Watch beschriebenen Weise Langfristinvestoren, die in ihrer täglichen Entscheidungspraxis über den Tag handeln, aber nicht daran interessiert sind, in Millisekunden zu handeln. Sie haben auch überhaupt kein Problem damit, eine Anlage länger als eine Sekunde zu halten. In der Regel haben wir mehrmonatige, wenn nicht mehrjährige Halteperioden in unseren Wertpapieren. Das zur Vorrede.

Es gibt in Europa weit über 50 Börsen und Multilateral Trading Facilities, also organisierte Märkte. Wir sind verpflichtet, über den Grundsatz der besten Ausführung in WpHG und Investmentgesetz, die bestmöglichen Preise zu suchen. Lange Rede, kurzer Sinn: Unsere Mitglieder können das aber nicht – wie von Herrn Prof. Dr. Hickel gefordert – vom Sofa aus entscheiden, sondern müssen leider doch dem Trend der Technik entsprechen und auch Elektronik einsetzen. Sie müssen nicht nur einfach die Übermittlung von Orders an einen Broker sondern auch Handelsstrategien elektronisch umsetzen. Wie gesagt, allerdings „entschleunigt“. Deshalb sehen wir unsere Strategien eindeutig nicht als high-frequency trading-Strategien an, insbesondere auch deshalb nicht, weil wir keinen Eigenhandel betreiben. Wir haben eine Buy and hold-Strategie oder, wenn wir einmal etwas verändern wollen, können wir aus der Anlage rausgehen.

Vor diesem Hintergrund, dass die Masse der Marktteilnehmer Algorithmen einsetzt, sehen wir es als sehr problematisch an, wenn insbesondere die in § 33 WpHG vorgesehenen Dokumentations- und Compliance-Pflichten über alle Verwender von Algorithmen gezogen werden, während der Gesetzentwurf eigentlich davon ausgeht, dass er speziell die Hochfrequenzhändler und deren Strategien treffen will. Von daher sehen wir es eigentlich im Einklang mit der Kreditwirtschaft als sinnvoll an, wenn die Pflichten zur Dokumentation, zum Abschalten und zur Compliance auf Hochfrequenzstrategien im engeren Sinne begrenzt werden, wie es auch in der MiFID vorgesehen ist. Der Verweis auf die

Kapitalanlagegesellschaften im Investmentgesetz, die in den Anwendungsbereich einbezogen werden, erfolgt im WpHG. Deshalb haben wir angeregt, das WpHG entsprechend zu ändern. Man könnte aber auch, wie insbesondere von den Banken vorgeschlagen, über eine KWG-Änderung und eine Rechtsverordnung dieses Ziel erreichen. Das ist uns eigentlich egal. Wir denken aber, dass der Einsatz von Algorithmen durch normale, langsame Händler – wie Fonds, wie Sparkassen oder Volksbanken – nicht denselben Dokumentations- und Compliance-Pflichten unterliegen sollte, wie bei den speziellen Algorithmen, die von Hochfrequenzhändlern eingesetzt werden. Wir glauben auch, da ja ein Großteil des gesamten Handels mit Algorithmen unterlegt ist, dass damit die Aufsichtspraxis einfacher wird. Sie würde dann nämlich genau die Algorithmen, die von Hochfrequenzstrategien eingesetzt werden, angezeigt bekommen, könnte diese auch systematisch verfolgen und müsste nicht sämtliche Algorithmen überprüfen. Es ist unsere klare Meinung: Regulierung von HFT-Strategien: ja, von normalen Algorithmen: nein!

Hinsichtlich der tick sizes – wir reden jetzt über die Preisveränderung – glaube ich, dass ein Mindestpreisabstand in den Maßstäben, wie sie vor 2000 in den USA galten – in den USA galt bis 2000 ein Mindestpreisabstand von 12,5 Cent, d. h. dass ein Achtel Dollar quotiert wurde –, zu extrem hohen Risiken in den heutigen volatilen Märkten führen würde. Das ginge sicher zu weit. Dass hingegen eine Änderung im Nachkommabereich wirklich hilfreich ist, würden unsere Mitglieder eher bestreiten. Auch hierbei wäre es aber sinnvoll, zumindest eine europaeinheitliche Regelung zu haben, da auch unsere Mitglieder schon sehr viele Geschäfte über London abwickeln. Wahrscheinlich wäre es eher sinnvoll, eine Mindestordersize – also die Größe der Mindestorder – einzuführen, um das Risiko für die Hochfrequenzstrategien etwas zu erhöhen. Wenn ich Minipreise für ein Volumen von z. B. nur 50 Euro stelle, dann kostet das nicht viel, selbst, wenn ich das Geschäft zu diesem Minipreis ausführen muss. Mein Risiko ist sehr gering, und deshalb kann ich die Strategie ohne Probleme weiterführen. Deshalb wäre eher die Forderung, Mindesthandelsgrößen einzuführen, als die tick sizes im Nachkommabereich zu verändern.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Finance Watch, Herr Lallemand.

**Sv Benoit Lallemand (Finance Watch):** Erlauben Sie mir einen kurzen Kommentar zu der Behauptung, dass die Anleger aus Deutschland abwandern würden, wenn das Gesetz zum Hochfrequenzhandel in der jetzigen Form verabschiedet würde. Erstens glauben wir, dass das Gesetz schwach ist und verbessert werden sollte. Doch Hochfrequenzhändler sind Mittler und keine Anleger. Ich würde sie niemals als Anleger bezeichnen. Sie sind Mittler. Das heißt, möglicherweise werden Mittler – eine bestimmte Art von Mittlern – gezwungen, den Markt zu verlassen. Das ist klar! Andererseits gibt es keine Hinweise, dass auch die Anleger den Markt verlassen würden. Im Gegenteil: Ich habe eine Liste, die ich heute in

meiner Tasche haben könnte, auf der Anleger aus Kontinentaleuropa und Großbritannien aufgeführt sind, die nach Deutschland kommen würden, wenn Deutschland seine Märkte und den Hochfrequenzhandel in einer schärferen Weise regulieren würde. Denn sie haben das Vertrauen in die Märkte verloren. Wissen Sie, Hochfrequenzhändler sind nicht für alles Übel verantwortlich, doch sie sind teilweise verantwortlich für die Zunahme der missbräuchlichen Praktiken im Hochfrequenzhandel, für den Argwohn gegenüber missbräuchlichen Praktiken usw. Das Gesetz zum Hochfrequenzhandel könnte also Anleger nach Deutschland holen. Dies möchte ich deutlich sagen! Um dieses Argument abzuschließen: Diese Anleger verlassen in letzter Zeit die regulierten Märkte. Das mag gute Gründe haben oder nicht. Beim Anlegervertrauen gibt es, wie gesagt, keine wissenschaftliche Genauigkeit. Doch sie verlassen die Märkte, weil sie eine bestimmte Wahrnehmung haben. Es ist eine Wahrnehmung, eine Erfahrung. Die Anleger machen auf den Märkten tagtäglich die Erfahrung, dass Hochfrequenzhändler ihnen schaden. Das Gesetz könnte also Anleger zurück auf die Märkte holen.

Nun zur Tickgröße<sup>4</sup> und zu weiteren Mikrostrukturfragen: Ich denke, bei der Tickgröße und den anderen Mikrostrukturfragen geht es um die Friktionskosten. Das ist unserer Ansicht nach wahrscheinlich die beste Möglichkeit, die Märkte zu regulieren. Es geht darum, erneut auf diese Friktionskosten zu schauen. Unser Vorschlag ist eine Mindest-Tickgröße, die nicht, wie bislang, von den Handelsplätzen definiert wird. Wie Sie wissen, gab es zwischen den Handelsplätzen nach Inkrafttreten der MiFID einen Abwärts-Wettlauf bei den Tickgrößen, mit dem Ziel, automatische Händler bzw. Hochfrequenzhändler anzuziehen. Deshalb sind die Tickgrößen jetzt sehr niedrig. Außerdem ist der Aktienkurs der einzige Parameter für die Berechnung der Tickgröße. Bei einem niedrigen Aktienkurs ist die Tickgröße also kleiner, und bei einem hohen Aktienkurs ist sie größer. Wir denken, dass Liquidität hier ein entscheidender Faktor ist. Ja, eine kleinere Tickgröße könnte mehr Liquidität oder mehr Händler anziehen. Deshalb wäre es bei einer illiquiden oder wenig liquiden Aktie möglich, die Tickgröße zu reduzieren. Doch für liquidere Aktien ist die heute geltende Tickgröße im Allgemeinen viel zu niedrig. Denn es gibt weniger Friktionskosten und daher werden Praktiken unterstützt, die keinen Nutzen haben. Und das Rauschen in den Auftragsbüchern nimmt zu.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Brinkhaus für die Faktion der CDU/CSU.

**Abg. Ralph Brinkhaus (CDU/CSU):** Ich möchte noch einmal zum Regulierungsdach zurückkommen. Da hätte ich einmal eine Frage an die BaFin und zum anderen an die

---

<sup>4</sup> Umfang der Mindestkursschwankung



Deutsche Kreditwirtschaft zur KWG- oder WpHG-Frage. Welche Gründe sprechen dafür, eine Beaufsichtigung unter dem KWG, so wie es im Gesetzentwurf drin steht, zu machen und welche Argumente sprechen aus Ihrer Sicht dagegen?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es beginnt Herr Caspari für die BaFin.

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank. Die Alternativen sind ja eine Beaufsichtigung durch die Börsen oder eine Nichtbeaufsichtigung. Es existieren einmal die Anforderungen an die Organisationspflichten, an das Risikomanagement und an die Kapitalanforderungen für das Geschäft. Man kann HFT ohne Kapital nicht betreiben, mit 50 000 Euro kann man kein HFT betreiben. Allein schon die strukturellen Vorbereitungen, um das Geschäft auch mit entsprechendem Risikomanagement fahren zu können, erfordern Kapital. Das Risikomanagement ist eines der wesentlichen Elemente. Ich muss meine eigenen Risiken managen und diejenigen Risiken, die ich letztlich auch für den Markt bedeute. Das ist § 25a KWG, der diese Elemente enthält.

Darüber hinaus muss ich weiter bedenken, dass wir nichtregulierte Handelsteilnehmer haben, die auch nicht fortlaufend überwacht werden. Das ist ja der Vorteil einer KWG-Aufsicht, dass sie jährliche Prüfungen haben, die einerseits Kosten verursachen, andererseits aber auch Erkenntnisse durch die Wirtschaftsprüfer nach § 36 WpHG gewinnen. Das Problem sind neben den nichtregulierten deutschen Anbietern, die Anbieter in Europa und diejenigen außerhalb von Europa. Bei den Anbietern in Europa haben wir einmal diejenigen, die als Eigenhändler reguliert sind und einen europäischen Pass haben. Es wird ja ausdrücklich auf Seite 21 am Ende der Nummer 2 darauf hingewiesen, dass diejenigen den Pass haben – sozusagen auch als high-frequency trader nach KWG –, die über eine entsprechende Zulassung in ihrem Land verfügen. Das könnte man gegebenenfalls vielleicht auch noch einmal ausdrücklich im Gesetz klarstellen, wenn der Hinweis in der Begründung nicht ausreicht.

Dann haben wir aber natürlich die Anbieter, die auch in ihrem Staat keiner oder nur einer deutlich geringeren Aufsicht unterliegen. Die würden dann letztlich nicht beaufsichtigt, wenn sie hier am deutschen Markt tätig wären. Das ist die Frage. Lässt man so eine Aufsichtslücke zu? Auf solche Marktteilnehmer entfallen 20-30 Prozent der Handelsaktivitäten. Das ist letztendlich eine politische Fragestellung. Das Problem, die Börse dafür vorzusehen, ist, dass die Börse keine laufende Aufsichtsmöglichkeit hat. Sie würde einen Marktteilnehmer einmal zulassen – aber die laufende Aufsicht ist das Problem. Anbieter aus der EU und aus anderen Staaten, die nicht beaufsichtigt sind, würden eine Erklärung oder einmal Dokumente vorlegen. Wie geht es dann weiter? Das ist sozusagen das

Element der laufenden Aufsicht: Das Geschäft verändert sich, und die Maßnahmen, die man treffen muss, um sozusagen state of the art zu sein, sind dynamisch. Das sind die Gründe, warum es eine Aufsicht geben sollte.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank, Herr Caspari. Für die Deutsche Kreditwirtschaft antwortet Herr Dr. Bergmann.

**Sv Dr. Henning Bergmann (DSGV) (Die Deutsche Kreditwirtschaft):** Der DSGV hat derzeit die Federführung in der Deutschen Kreditwirtschaft. Herr Abg. Brinkhaus, vielen Dank für die Frage. Ich möchte gerne an die Ausführungen von Herrn Caspari anknüpfen. Aus unserer Sicht ist es erforderlich, dass eine adäquate Aufsicht über Hochfrequenzhändler eingeführt wird. Diese Aufsicht sollte durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erfolgen. Insofern halten wir die vorgeschlagenen Regelungen im Grundsatz für sinnvoll. Allerdings – da knüpfe ich an die Ausführungen des BVI von Herrn Siebel an – ist es für uns sehr wichtig, dass der Hochfrequenzhandel zielgerichtet erfasst wird. Derzeit haben wir ja primär eine Regulierung des algorithmischen Handels. Auch die Definition der Aufsichtspflicht bezieht sich primär auf den algorithmischen Handel. Das heißt etwas pointiert formuliert, dass wir hier mit der Schrotflinte schießen, anstatt die entsprechenden Adressaten zielgerichtet ins Visier zu nehmen. Das heißt, mit dieser allgemeinen Definition erfassen wir auch marktübliche und unproblematische Aktivitäten, aufgrund der an dieser Stelle aus unserer Sicht zu weit gefassten Definition der Aufsichtspflicht. Aus unserer Sicht sollte daher eine zielgerichtete Definition dazu führen, dass eine Aufsicht durch die BaFin hergestellt wird. Dies würde nach unserer Auffassung dann auch im Einklang mit der aktuellen Revision der MiFID stehen. Es ist erforderlich, dass dort ein Gleichlauf hergestellt wird, um Doppelbelastungen durch Anpassung zu vermeiden, aber auch um sicherzustellen, dass die Aktivitäten zielgerichtet erfasst werden. Ansonsten haben sie bei diesen Regelungen schlicht nicht die Zielrichtung, die sie benötigen. Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Sieling für die Fraktion der SPD.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich möchte gerne noch einmal auf das Thema der Mindesthaltefristen zurückkommen, weil das ein Thema ist, das in diesem Gesetzentwurf fehlt, auf der anderen Seite auf der europäischen Ebene – insbesondere im Europaparlament – aber durch den Berichterstatter – der nun nicht meiner Partei, sondern der CSU angehört – vorgeschlagen wird. Deshalb ist es, glaube ich, ein wichtiger Punkt, dem wir noch einmal nachgehen müssen. Die Bundesregierung hat sich ja der Position der HFT-Akteure angeschlossen und sich dazu skeptisch verhalten. Ich würde deshalb gerne zu den Mindesthaltefristen einmal die Einschätzung und Begründung der

Position des Bundesverbandes der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V. hören, die das ja in der Stellungnahme auch ansprechen. Meine zweite Frage geht an Herrn Müller bezüglich der Maßnahmen, die in dem Gesetz vorgeschlagen werden und ob diese eigentlich die notwendige Wirksamkeit entfalten können.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Das Wort hat Herr Sterzenbach für den Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.

**Sv Michael Sterzenbach (Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.):** Ganz herzlichen Dank für die Frage. Das beantworten wir gerne. Ich würde einen Vorschlag hinsichtlich der Begrifflichkeit machen. Das, worüber wir reden, wird in der englischen Diskussion normalerweise als minimum resting time bezeichnet. Im Deutschen haben wir im Augenblick zwei Begriffe, die durcheinanderlaufen: Mindesthaltedauer und Mindestverweildauer. Wir sprechen eigentlich immer von Mindestverweildauer, denn eine Haltedauer bezieht sich im allgemeinen Verständnis im Finanzmarktbereich immer auf eine Position, die ich bereits eingegangen bin. Der Klarheit halber das vorausgeschickt.

Der BWF hat sich in seiner Stellungnahme für die Einführung einer Mindestverweildauer ausgesprochen – und zwar sehr nachdrücklich ausgesprochen. Wir denken, dass das ein Regulierungsinstrument ist, das tatsächlich beim Problem ansetzt. Wir reden ja über eine ganze Reihe von Themen im Zuge der Regulierung des Hochfrequenzhandels. Da geht es einmal um die Systemstabilität, das heißt um die Frage der erhöhten Volatilität. Es geht auch um die Frage des ordnungsgemäßen Handels, um das Verhältnis der Order zu Transaktionsrisiken, und es geht um die Frage der möglichen Marktmanipulationen. All dies wird im Grunde genommen mit der Einführung einer solchen Mindestverweildauer mit adressiert und positiv beeinflusst. Sie können natürlich technisch ein Höchstverhältnis zwischen Transaktion und Order vorschreiben, da müssen Sie immer irgendwo einen threshold (Schwellenwert) definieren, der ist immer falsch, oder mehr oder weniger falsch. Es ist halt eine Vereinbarung. Wenn Sie aber eine Mindestverweildauer vorschreiben, dann entschärfen sie das Problem, dass Orders ohne eigentliche Handelsabsicht eingestellt werden, nur um dem Markt zusätzliche Informationen zu entlocken, die dann so schnell wieder gelöscht werden, dass ein normaler Handelsteilnehmer gar nicht darauf eingehen kann. Dieses Problem adressieren Sie sehr zielgerichtet und sehr sachgerecht mit der Mindestverweildauer.

Wir haben in unserer Stellungnahme ja auch noch einmal auf den existierenden § 24 Abs. 2 Börsengesetz hingewiesen, der vorschreibt, dass der Börsenpreis am Markt ordnungsgemäß zustande kommen und die wirkliche Marktlage widerspiegeln muss. Hierfür ist nach dem geltenden Gesetz insbesondere erforderlich, dass Aufträge den

Handelsteilnehmern – und zwar allen Handelsteilnehmer – zugänglich sind und sie von diesen auch angenommen werden können. Wir haben heute aber faktisch eine Situation, in der das nicht mehr gewährleistet ist, weil sie einen technischen Informationsvorsprung der Hochfrequenzhändler haben. Dieser wird noch erhöht durch die sogenannten Co-Location Services. Das heißt, der Hochfrequenzhandel sitzt mit seinem Rechner ganz nah an der Börse dran. Er bekommt einfach aufgrund einer kürzeren Leitung vor den anderen Marktteilnehmern Informationen und kann diese schneller verwerten. Die anderen Marktteilnehmer haben de facto nicht mehr die Möglichkeit, was eigentlich bereits heute der § 24 Börsengesetz nachdrücklich fordert, Aufträge annehmen zu können.

Ganz anders ist das bei den Market-Makern, die wir vertreten. Wir verstehen uns als die Intermediäre, die Orders im Zuge der Preisfindung einstellen. Wir möchten, dass die Order angenommen wird, ganz im Gegensatz zu dem Ordereinstellen des Hochfrequenzhandels, das allein dem Aushorchen des Marktes dient. Bei der Mindestverweildauer wäre hier die Frage, ob 500 Millisekunden die richtige Zeit ist oder ob man das technisch anders definieren muss. Man muss das auch ein bisschen abwägen. Zu lange sollte es auch nicht sein, sonst kommt ein Problem zum Tragen, das wir auch adressiert haben. Das haben wir das free option-Problem genannt, was in offenen Limitorderbüchern allgemein üblich ist. Der normale Handelsteilnehmer sollte aber nicht schlechter gestellt werden als der high-frequency trader. Das ist im Augenblick leider der Fall. Die Mindestverweildauer würde dieses Problem sehr zielgerecht adressieren.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Müller, Finanzethos GmbH.

**Sv Dirk Müller (Finanzethos GmbH):** Guten Tag, meine Damen und Herren. Vielen, herzlichen Dank für die Einladung. Tatsächlich möchte ich gleich einmal mit einer sehr aggressiven Stellungnahme beginnen.

– Zwischenrufe –

Die Vorschläge gehen in die richtige Richtung, aber ganz klar: Wenn es nach mir ginge, würde ich den high-frequency Handel komplett verbieten. Der ist so überflüssig, den braucht kein Mensch in der realen Wirtschaft. Der ist so überflüssig, als würden Sie hier mehrere Rennwagen auf die Avus schicken und hinterher sagen, „Guck mal, wie schnell hier der Verkehr läuft.“ Das funktioniert nicht. Wir müssen uns überlegen, was die eigentliche Aufgabe unserer Finanzmärkte und was unsere Rolle in den Finanzmärkten ist: Die Aufgabe der Finanzmärkte ist es, für die reale, produzierende Wirtschaft als Dienstleister zu fungieren. Das machen die Finanzmärkte ausgesprochen gut.

Es gibt aber Entwicklungen, die dem entgegen stehen. Die Börse mit ihrem Primärmarkt – der wichtigste Markt, der erste Markt – besteht darin, Geld für Unternehmen zu beschaffen, die damit Maschinen kaufen und Mitarbeiter einstellen. Der Sekundärmarkt – der zweite Teil der Aufgabe der Börse – besteht darin, einen Handel zu gewährleisten. Warum? Damit der Investor, der Geld bereitstellt, nicht zeitlebens an ein Unternehmen gebunden ist, sondern sich auch umentscheiden und sagen kann: „Ich möchte mich morgen für ein anderes Unternehmen entscheiden.“ Inzwischen ist es aber so, dass aufgrund der Entwicklungen an diesem Sekundärmarkt durch den Hochfrequenzhandel die realen Investoren aus diesem Markt vertrieben werden.

Wie sind diese Abläufe zu verstehen? Die extrem hohe Geschwindigkeit und die Abkopplung der Preisfindung von der realen wirtschaftlichen Situation eines Unternehmens oder eines Marktes wird durch den Hochfrequenzhandel ausgelöst, der nur noch von Pokerspielern, Programmierern und Physikern erzeugt wird, die einen feuchten Kehrriech darauf geben, ob ein Unternehmen Gewinn macht oder nicht, sondern die nur ihren Strategien verpflichtet sind. Das führt dazu, dass die Kurse kein Verhältnis mehr zur Entwicklung im Unternehmen haben. Die Konsequenz ist, dass die Geschwindigkeit der Kursentwicklungen zunimmt – die Volatilität.

Eine Folge davon ist, dass in Basel II und Basel III wegen der hohen Risiken an den Börsen hohe Eigenkapitalvorschriften für Versicherungen gelten, wenn sie Aktien kaufen wollen. Früher hatten Versicherungen 25-30 Prozent ihres angelegten Geldes in Aktien investiert. Heute sind das noch drei, vier oder fünf Prozent. Wenn jetzt ein junges Unternehmen an die Börse gehen möchte, fragt es z. B. bei der Deutschen Bank an. Die überprüft und sagt „Prima, tolles Unternehmen!“ und ruft die Versicherungen an: „Hört mal, ich habe hier ein tolles Unternehmen. Das würden wir gerne an die Börse bringen. Nehmt die Aktien auf.“ Der Versicherungsmann lacht laut und sagt „Leute, ich habe eine Aktienquote von noch vier Prozent, ich habe Siemens und E.ON, ich kann gar nichts mehr aufnehmen. Mich braucht ihr nicht mehr anzurufen.“ Das heißt, es gibt keinen Primärmarkt mehr. Die Unternehmen finden aufgrund der Entwicklungen am Sekundärmarkt keine Primärinvestoren mehr. Damit verliert die Börse ihre eigentliche Aufgabe, Kapital für diesen Primärmarkt bereitzustellen.

Der Hochfrequenzhandel macht all das, was uns als Makler früher verboten war. Es reicht manchmal ein Blick in die Geschichte zehn Jahre zurück, in die Börsengesetze und in die norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften. Diese Regeln, die damals galten – damals war die Welt keine andere, die Unternehmen haben genauso funktioniert wie heute – hatten einen Sinn. Das haben nicht Idioten reingeschrieben, sondern Leute, die wussten, was für Konsequenzen das hat. Es gab beispielsweise den Grundsatz der Kurskontinuität. Als Kursmakler, als Intermediär, musste man jeden Kurs identisch feststellen, wenn man es

nicht begründen konnte, dass besonders große Kauf- oder Verkaufsaufträge mich dazu zwingen, den Kurs hoch oder runter zu nehmen. Warum? Weil man damals sagte, dass große Kursschwankungen in kurzer Zeit die Investoren vertreiben, die gerne langfristig an einem Unternehmenserfolg beteiligt sind, aber keine schnellen, hohen Schwankungen erdulden wollen. Man kann aus diesen alten Regelungen lernen, auch bei vielen anderen Dingen. Die hatten durchaus ihren Sinn.

Ich möchte überhaupt nicht gegen die Computerisierung sprechen, im Gegenteil, die Computer machen Sinn. Da wo Algotrading<sup>5</sup> sinnvoll möglich ist, warum soll der Mensch das fehlerhaft machen, was der Computer vielleicht besser machen kann? Algotrading heißt aber nicht Hochfrequenzhandel. Algotrading heißt nur, dass der Computer die Denkvorgänge übernimmt. Das heißt nicht, dass er innerhalb von Nanosekunden handeln muss. Die Kontrolle, die vorgesehen ist, dass die Quellcodes freigegeben werden und dass die BaFin die Kontrolle übernehmen soll, ist ja einer der elementaren Punkte der Gesetzgebung. Meine Damen und Herren, verzeihen Sie mir, aber das veranlasst zum Schmunzeln. Handelsüberwachung und BaFin waren schon beim alten Parketthandel an ihrer Kapazitätsgrenze beim Aufdecken von Missbrauch. Ich darf hier kurz nach Amerika verweisen. Dort hat sich der Vorsitzende der amerikanischen Börsenaufsicht geäußert, die weit besser ausgestattet ist als unsere BaFin. Sie verzeihen mir bitte diesen Querverweis. Die sind dort mit 730 Prüfern ausgerüstet, die nur für diesen Bereich zuständig sind. Er sagt: „Wir haben keine Chance, diesen Handel zu kontrollieren. Wir haben nur 730 Prüfer im Einsatz.“ Wie viele haben Sie bei der BaFin im Einsatz? Die haben ausgerechnet, dass ein sehr guter, mit top Analyse-Computern ausgestatteter Prüfer vier bis fünf Wochen braucht, um zehn Handelsminuten eines solchen Tradinghauses zu überprüfen. Wie wollen Sie allen Ernstes mit den Möglichkeiten, die unsere BaFin hat, den Hochfrequenzhandel mit Millionen von Orders innerhalb von wenigen Sekunden nachvollziehen? Das ist ein Placebo, mehr ist das nicht.

Das heißt, wir haben keine Möglichkeit, den Hochfrequenzhandel wirklich zu kontrollieren. All die Dinge, die der Hochfrequenzhandel heute macht, hätten früher vor zehn Jahren dazu geführt, dass man einen Börsenmakler wegen groben Unfugs oder Kursmanipulation vom Parkett entfernt hätte. Das ist heute aber Gang und Gebe. Die Frage ist: Wer braucht dieses Tempo? Wir brauchen alle zwei, drei Liter Liquidität am Tag, aber wir können auch in Liquidität ersaufen. Die Märkte ertrinken momentan in Liquidität. Sie findet da statt, wo wir sie ohnehin nicht brauchen – in Daimler und E.ON, wo sowieso genug Umsatz existiert. In den kleinen Nebenwerten sind die Hochfrequenzhändler sowieso nicht zugegen. Von daher ist diese Überwachung kaum möglich. Es ist wichtig, das Tempo rauszunehmen. Niemand

---

<sup>5</sup> Algotrading = elektronischer, algorithmengestützter Wertpapierhandel

auf dieser Welt bewegt sich so schnell. Die Börse ist nur Dienstleister, und die Finanzmärkte sind Dienstleister. Die Politik beschwert sich regelmäßig, dass sie nicht mehr mit Entscheidungen hinterherkommt. Sie müssen ein 140-seitiges Dokument durchlesen, sie müssen auch einmal drüber schlafen und sich austauschen. Die Unternehmen laufen nicht schneller als vor zehn Jahren. Die Menschen bewegen sich auch nicht schneller als vor zehn Jahren. Wir können auch nicht schneller denken als vor zehn Jahren. Warum lassen wir uns also von dem Einzigen, der dieses Tempo geht – von den Finanzmärkten, den high-frequency tradern –, von so einem nebensächlichen Dienstleister, das Tempo der gesamten Gesellschaft vorgeben? Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Ich danke Ihnen. Nächste Fragestellerin ist Frau Abg. Lips für die Fraktion der CDU/CSU.

**Abg. Patricia Lips (CDU/CSU):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich möchte an zwei Stellen, die schon angesprochen wurden, noch einmal nachhaken, da ich dort ein bisschen Verständnisschwierigkeiten habe. Wir haben jetzt in verschiedenen Stellungnahmen auf der einen Seite gehört, die Kontrolle des Hochfrequenzhandels – oder wie auch immer das heißt, wozu was geplant ist – sei OK, aber man solle den anderen algorithmischen Handel bitte so lassen. Dann hatten wir Stellungnahmen: Hochfrequenzhandel OK, aber an der Betriebsgröße ausgerichtet und nicht für alle. Das veranlasst mich zu zwei Fragen: Die eine richtet sich noch einmal an den BVI. Die Deutsche Kreditwirtschaft hat ähnlich argumentiert. Ich gebe sie aber an dieser Stelle noch einmal an den Ursprung zurück. Wenn Sie also sagen: „Hochfrequenzhandel OK, aber der andere, langsamere – Ich formuliere es jetzt einmal allgemeinverständlich so! – algorithmische Handel nicht, implizieren Sie, dass alles andere ohne Gefahren ist. Das ist ja die Implikation! Wenn es eine Gefahr wäre, müssten wir ja sofort handeln! Aber wenn Sie sich so ausdrücken, implizieren Sie, dass aus ihrer Sicht keine Gefahr ausgeht. Daran mache ich jetzt auch meine Kriterienfrage fest. Wie definieren Sie da die Grenzen? Also: Was ist für Sie „hoch“? Was ist das Andere? Ist es Zeit? Ist es Volumen? Wer entscheidet in welcher Geschwindigkeit, ob es das Eine oder das Andere ist? Könnte das beispielsweise die BaFin kontrollieren? Sollte sie es kontrollieren? Sie verstehen, was ich meine!

Meine andere Frage richtet sich an das Deutsche Aktieninstitut. Sie regen in Ihrer Stellungnahme auch an, dass Marktmacher von bestimmten hochfrequenzhandelsspezifischen Regulierungen auszunehmen sind. Für welche Regelungen sollten Ihrer Meinung nach Ausnahmen geschaffen werden? Und: Mit welcher Begründung?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Siebel hat das Wort für den BVI.

**Sv Rudolf Siebel (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.):** Vielen Dank für die Nachfrage, Frau Abg. Lips. Die Abgrenzung sollte für uns immer im Zusammenhang mit einer europäischen Regulierung erfolgen, weil meine Mitglieder auch auf europäischen Märkten handeln und europäische Börsen nutzen. Es ist nicht unser Interesse, hier eine spezielle Regelung nur für die Deutsche Börse oder die Stuttgarter Börse zu finden. Von daher haben wir angeregt, sich zur Definition von Hochfrequenzhändlern und Hochfrequenzstrategien an den bereits erwähnten Kriterienkatalog des europäischen Parlamentes anzulehnen, der nochmals modifiziert wurde. Dort werden bestimmte quantitative und qualitative Kriterien vorgegeben. Wer die erfüllt, ist Hochfrequenzhändler und müsste die im Gesetz angeregten Pflichten erfüllen. Wer die nicht erfüllt, ist nur Algo-trader und müsste diese Pflichten nicht erfüllen. Das könnte in der Tat dazu führen, dass ein von meinen Mitgliedern, die üblicherweise keine Hochfrequenzhändler sind, eingesetzter Algo - zum Beispiel, um jeweils am Ende des Tages dafür zu sorgen, dass die Zusammensetzung des Fonds an die Dax-Zusammensetzung im Index angepasst wird; das ist ein typischer Vorgang, wo Herr Müller sagen würde, „Das muss nicht unbedingt der Mensch machen!“. Die prozentuale Abweichung kann gut der Computer machen - dann erst einmal außen vor wäre. Wir sind aber bisher davon ausgegangen, dass diese Art Handelsverhalten bereits jetzt von der Handelsüberwachung der Börse und/oder der Überwachung der BaFin ausreichend überwacht wird, und insoweit keine systemischen Risiken bestehen. Bei uns verhält sich der Sachverhalt auch grundsätzlich so, dass unsere Institutionen – vielleicht anders als die von meinem Nachbarn erwähnten Institutionen – schon seit Jahrzehnten der BaFin-Aufsicht – und zwar der laufenden Aufsicht – auch hinsichtlich unseres Risikomanagements und unseres Trading Files unterliegen. Von daher ist also aus unserer Sicht der Einsatz von langsamen Algos durch voll regulierte Kapitalanlagegesellschaften in Ordnung und eine Überwachung durch die BaFin als zusätzliche Aufsicht für Algo-trader nicht erforderlich.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Es folgt Herr Dr. Fey für das Deutsche Aktieninstitut.

**Sv Dr. Gerrit Fey (Deutsches Aktieninstitut):** Vielen Dank für die Frage. Erlauben Sie mir eine ganz kurze Vorbemerkung: Ich habe bei den Diskussionen, die ich jetzt verfolgt habe, zwei Eindrücke gewonnen, die sich mir persönlich ein bisschen aufgedrängt haben. Zum einen reden wir über Risiken des Hochfrequenzhandels. Es wird behauptet, es entstünden bestimmte Risiken, ohne diese auch einmal empirisch zu belegen, wie zum Beispiel das Thema Volatilität. Wir haben uns auch die Studie angeschaut, die es im Markt gibt. Es stimmt. Es gibt Studien, die eine volatilitätserhöhende Wirkung des Hochfrequenzhandels feststellen. Die Mehrheit der Studien gibt dieses Argument aber eigentlich nicht her. Das



zweite Problem, das ich sehe, ist, dass Hochfrequenzhändler nach meinem Kenntnisstand sehr unterschiedliche Strategien verfolgen können und darunter eben auch Strategien sind, die liquiditätsfördernd sind. Das muss nicht in dem Sinne sein, dass es ein formales Market Making ist – in dem Sinne, wie es zum Beispiel ein Skontroführer<sup>6</sup> zu leisten hat –, sondern indem er einfach in relativ schneller Zeit auf beiden Marktseiten aktiv ist und auch entsprechend Aufträge absorbieren kann, die größer sind. Daher auch unser Vorschlag oder unser Einwand: Man muss bei einer Regulierung des Hochfrequenzhandels immer die Balance wahren. Man muss sehen, dass diese Handelspraktiken durchaus positive Effekte haben.

- Zwischenruf -

Ich kenne eine Menge Studien, die zum Beispiel liquiditätsfördernde Wirkungen darlegen.

- Zwischenruf -

Na gut! Dann kenne ich eben andere Studien, die positive Wirkungen belegen. Auf der anderen Seite muss man Risiken begrenzen. Das tut man auch im Gesetzesentwurf, indem man expliziert den Tatbestand der Marktmanipulation etwas weiter ausdifferenziert. Im Grunde wäre unsere Sorge, dass Strategien, die letztendlich ein Market Making initiieren – also dem Markt Liquidität zuführen – und damit unter anderem erlauben, dass auch größere Aufträge preisschonend abgearbeitet werden können, durch eine Regulierung gefangen werden. Ein Vorschlag, den wir unterbreiten – ich glaube, er ist auch nicht nur von uns –, ist aufzupassen, dass man bei den Dokumentationspflichten Market Making Aktivitäten nicht in einem zu extremen Ausmaß erfasst.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Für die Fraktion der CDU/CSU hat das Wort Herr Abg. Flosbach.

**Abg. Klaus-Peter Flosbach** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Wir kommen in der Diskussion von einer Nichtregulierung bis zu einem Verbot. Für Abgeordnete ist es natürlich verführerisch, das Thema abzuhaken, indem das Verbot ausgesprochen wird. Meine Frage richtet sich deswegen an die Deutsche Börse und auch an die Stuttgarter Börse. Wir haben gerade schon sehr intensiv über die Verweildauer gesprochen. Da gibt es entweder ein „Ja!“, oder Manche sind absolut gegen eine Verweildauer, auch nicht von 500 Millisekunden. Was passiert an dem Markt in diesen 500 Millisekunden, wenn wir diese Verweildauer einführen?

---

<sup>6</sup> Ein Skontroführer ist für das Feststellen von Börsenpreisen an einer deutschen Wertpapierbörse mit Parketthandel zuständig.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Riess hat das Wort für die Deutsche Börse.

**Sv Rainer Riess (Deutsche Börse AG):** Dankeschön. Die Mindesthaltefrist ist letztendlich etwas, was noch an keinem Markt international ausprobiert worden ist. Es wurde verschiedentlich gesagt, das gäbe es schon international. Uns ist keine Börse bekannt, die bisher derartige Mindesthaltefristen eingeführt hätte. Insofern wäre das für den Finanzplatz Deutschland wirklich ein ökonomisches Experiment. Derartige Mindesthaltefristen würden dann auch nicht an außerdeutschen Marktplätzen gelten, also beispielsweise BATS Chi-X Europe<sup>7</sup> in London. Was würde das bedeuten? Gut, in den 500 Millisekunden kann sich der Dollarkurs natürlich signifikant verändern. Es kommen ökonomische Nachrichten heraus und die Märkte werden darauf reagieren. Derjenige, der im Orderbuch drinsitzt und Liquidität spendet – also tatsächlich auch das Risiko dadurch nimmt, dass er seine Order platziert hat –, ist dann daran gebunden, seine Order 500 Millisekunden festzuhalten und erleidet gegebenenfalls einen großen ökonomischen Nachteil, indem sich der Markt gegen ihn bewegt. Er kann darauf nicht reagieren. Er kann diese Order nicht abändern. Er kann diese Order nicht löschen. Und damit ist er letztendlich gezwungen, stillzusitzen. Das heißt, derjenige, der ein gutes Verhalten hat, der Liquidität spendet, wird bestraft. Derjenige, der aggressiv in den Markt hineingeht, der dem Markt Liquidität entzieht, ist derjenige, der letztendlich den Vorteil davon hätte. Das heißt, ich gehe von einer eigentlich fairen Situation heute weg, wo ich sozusagen eine Waffengleichheit zwischen aggressivem und passivem Verhalten im Handel habe, hin zu einer Welt, wo wir einen gewissen Teil der Marktakteure gegenüber anderen bevorzugen. Ich gehe also von fairen zu eher unfairen Märkten. Natürlich wird derjenige, der im Buch sitzt und Liquidität spendet, eher geneigt sein, höhere Spreads und schlechtere Preise zu verlangen. Und da kommen wir wieder zu der realwirtschaftlichen Funktion zurück: Warum ist beispielsweise Hochfrequenzhandel und auch anderer liquiditätsspendender Handel sinnvoll? Wir brauchen letztendlich möglichst niedrige Spreads, damit die Finanzierung der Realwirtschaft und die Allokation von Kapital auch möglichst kostengünstig erfolgen kann. Wir würden genau diesen Transmissionsmechanismus stören, wenn wir Mindesthaltefristen einführen würden. Genau aus diesem Grund hat es bisher noch keine Börse realisiert. Wir würden eigentlich von einem fairen Markt zu einem unfairen, unbalancierten Markt kommen und voraussichtlich die Spreadkosten und damit die Finanzierungskosten der Wirtschaft erhöhen.

---

<sup>7</sup> Die BATS Exchange, Inc. ist ein im Juni 2005 gegründeter Betreiber von multilateralen Handelssystemen mit Hauptsitz in Kansas City, der seit Januar 2006 die BATS-Handelsplattform betreibt. Der Name BATS leitet sich von der Bezeichnung Better Alternative Trading System ab. Am 18. Februar 2011 verkündete BATS die Übernahme von Chi-X Europe. Das gemeinsame Unternehmen wird unter dem Namen BATS Chi-X Europe geführt.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Für die Börse Stuttgart hat das Wort Herr Dr. Boschan.

**Sv Dr. Christoph Borschan (Börse Stuttgart AG):** Frau Vorsitzende, Herr Abg. Flosbach, vielen Dank für die Frage. Vielleicht darf ich vorausschicken, dass Börsen oder Handelssysteme zunächst einmal nutzungs- und anwendungsspezifische Technologien sind und man vielleicht auch in dieser Diskussion hier grundsätzlich im Hinterkopf behalten sollte, nicht immer alles über einen Kamm zu scheren. Das kann man an vielen Stellen des Gesetzes berücksichtigen: Egal, ob es jetzt um Order/Transaction Ratios oder um die beschriebene Mindesthaltedauer oder Mindestverweildauer geht, kommt es doch immer sehr darauf an, wem sich der entsprechende Markt entschieden hat zu dienen. Das ist in unserem Fall die Privatanlegerschaft, also die Bürgerinnen und Bürger direkt – jedenfalls möglichst direkt –, und das führt in unserem Fall dazu, dass wir – verglichen mit dem hochfrequenten Handel der international und der institutionell ausgerichteten Märkte – einen extremen low frequency, also einen extrem niederfrequenten Handel betreiben. Insofern entsprechen diese 500 Millisekunden, die da so prominent in der Diskussion stehen, eigentlich sehr der Eigenart unseres Handels. Man muss den Blick allerdings jetzt etwas weiten. So sehr ich persönliche Sympathie dafür empfinden mag und so sehr das auch unserem Handelsmodell entsprechen mag – an der Stelle spreche auch ich jetzt einmal als ehemaliger Börsenhändler und kann Herrn Riess nur vorbehaltlos Recht geben –, ist diese Minimum Resting Time ein Geschenk an all die Hochfrequenzhändler außerhalb des Anwendungsbereichs einer solchen Minimum Resting Time, denn selbstverständlich werden in aller Kürze sämtliche Hochfrequenzhandelsstrategien auf diese Verpflichtung der Market Maker, der Handelsteilnehmer im Anwendungsbereich einer solchen Minimum Resting Time aufsetzen. Wir sind auch nach dem technischen Hintergrund gefragt worden. Daher antworte ich darauf auch gerne noch einmal: Es ist auch keine Lösung, wenn man den örtlichen Market Maker aus seinen Stillhalteverpflichtungen entlässt. Im Übrigen glaube ich nicht, dass die Vertreter der Börsen - es überrascht mich im Übrigen auch sehr, dass das aus Ihrer Richtung kommt - die Stillhalteverpflichtung, die Verlässlichkeit der Märkte als Transaktionsplattform für den Privatanleger tatsächlich zur Verfügung stellen wollen. Um Gottes willen! Das ist etwas unmittelbar anlegerschützendes. Das ist etwas, das wir unter erheblichen Aufwendungen, technischen Aufwendungen, aber vor allen Dingen auch finanziellen Aufwendungen in den letzten Jahren zusammen erreicht haben. Das ist also keine Lösung. Da kann ich mich Herrn Riess nur noch einmal anschließen: Der unmittelbare Effekt ist dann natürlich, dass der Spread breiter wird. Die Preise werden schlechter werden. Das ist das Einzige, was Sie dann noch als Stellschraube drehen können, um sich vor den Negativeffekten der ausländischen Handelsteilnehmer, die Sie dann mit dem HFT bombardieren werden, schützen zu können. Vielen Dank.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Für die Fraktion der FDP hat das Wort Herr Abg. Breil.

**Abg. Klaus Breil (FDP):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Fragen zielen in die Richtung „Marktzugangschancen“. Ich möchte meine Fragen - zunächst zur Beurteilung - an Herrn Siebel vom BVI und an Herrn Riess von der Deutschen Börse richten. Ich möchte eine Binsenwahrheit vorausschicken: Die Wertpapierbörse ist nun mal ein Marktplatz, an dem Kapital in die Industrie und Wirtschaft und die Kapitalmärkte fließen soll, und hat somit eine volkswirtschaftliche Funktion. Das politische Anliegen ist in zweierlei Hinsicht: die Finanzierung der Wirtschaft und die Bildung von Sparkapital und Altersvorsorge. Hierüber sind wir uns, glaube ich, alle einig. Ich möchte in dem Zusammenhang daran erinnern, dass in dem heute von Bundeswirtschaftsminister Rösler vorgestellten Jahreswirtschaftsbericht eine hochinteressante Folie enthalten ist, die ausweist, dass das Vermögen, was über die Börse in offene Fonds investiert worden ist, Ende 2012 1 250 Milliarden, also ungefähr die Hälfte des GDP<sup>8</sup>, beträgt. Das sind Fakten, die unglaublich wichtig sind. Ich habe regelmäßig Gespräche mit verantwortlichen Portfoliomanagern von Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Versicherungen und auch mit dem verantwortlichen Sparkassen- und Genossenschaftsbankenverband geführt. Ich selber habe den beruflichen Hintergrund, dass ich einmal Bereichsleiter für globale Aktienfonds bei einer großen Kapitalanlagegesellschaft war, bevor ich hier in den Bundestag kam. Meine Frage ergibt sich aus einem kürzlich geführten Gespräch bei der Deutschen Börse in Frankfurt, wo uns diese ganzen Hintergründe, auch hinsichtlich der Technik, dargelegt worden sind. Wie kommen Sie eigentlich an der Deutschen Börse dazu, dass Sie es zulassen, dass sich die Hochfrequenzhändler in unmittelbarer Nähe der Computer ihrer Organisation niederlassen und somit technisch einen Informationsvorsprung vor allen anderen Marktteilnehmern haben, den sie – so wie es uns geschildert wurde – nutzen können, um beispielsweise Orderskonten – wie man das früher nannte – auszuspähen. Ich sage nicht, dass Sie als Institution das tun, sondern dass diejenigen das tun, bei denen Sie zulassen, dass sie sich technisch so aufstellen und diese technischen Einrichtungen in ihrer Nähe nutzen. Was ist da die gesetzliche Grundlage? Was veranlasst Sie, das zu tun? Müssten Sie sich nicht den anderen Marktteilnehmern viel mehr verpflichtet fühlen? Ist das nicht sogar in der Nähe des Vorschubs zu Front Running<sup>9</sup>? Danke.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Diese vielen Fragen gingen jetzt an Herrn Siebel und an Herrn Riess, richtig, Herr Abg. Breil? Herr Riess möchte für die Deutsche Börse beginnen.

---

<sup>8</sup> Gross Domestic Produkt, Bruttoinlandsprodukt (BIP)

<sup>9</sup> Die Praxis des Front Running bezeichnet im Börsenhandel das Ausnutzen des vertraulichen Wissens um die Handelsstrategie des Mandanten (vor der Durchführung der in Auftrag gegebenen Transaktion) durch den Vertreter des ausführenden Instituts zum eigenen Vorteil.

**Sv Rainer Riess (Deutsche Börse AG):** Nach Börsengesetz – das ist an allen Börsen ein Prinzip – gewähren wir natürlich allen Marktteilnehmern gleiche Chancen. Wir kommen aus einer Welt der Vergangenheit, wo Händler an der Börse Hoheitswissen hatten, da damals der gleiche Zugang zur Information und zur Börse nicht möglich war, weil das berufsständig organisiert war. Heute kann nach Börsengesetz jeder seine Zulassung an der Börse beantragen und jeder hat auch die Möglichkeit, in unsere Rechenzentren zu gleichen Kosten – und im Verhältnis zur Vergangenheit sehr niedrigen Kosten – seine Maschinen aufzustellen. Davon machen heute auch die meisten Marktteilnehmer Gebrauch. Das heißt, wenn von Co-Location gesprochen wird, haben wir etwa 50 bis 60 Häuser – je nach Markt, Eurex<sup>10</sup> und Xetra<sup>11</sup> -, die heute Co-Location nutzen. Da sind übrigens viele Häuser dabei, die auch ihre Privatanleger-Orders durch Co-Location-Systeme zu uns schicken. Das heißt, auch die Privatanleger-Order kommt heute sehr häufig direkt aus Computern im Rechenzentrum der Börse. Das ist, glaube ich, einfach dem Fortschritt in der IT-Wirtschaft geschuldet. Ich glaube, dass es auch nicht die Frage nach dem Zugang ist, sondern die Frage nach Fairness und Gleichheit aller Marktteilnehmer. Das ist, glaube ich, das hohe Prinzip, das eine Börse aufrechtzuerhalten versucht. Da ist, ob schnell oder langsam, weniger bedeutsam. Bedeutsam sind einige Punkte, die Sie genannt haben. Nämlich: Inwieweit kann zum Beispiel missbräuchlich auf Märkte Einfluss genommen werden? Inwieweit ist eine Marktmanipulation oder ein Marktmissbrauch möglich? Da ist es egal, ob jemand schnell oder langsam handelt, sondern wichtig ist der Fakt, dass er beispielsweise in täuschender Absicht eine Orderbuchlage vorspiegelt. Das ist das, wofür wir uns wappnen, wofür wir eine Handelsüberwachungsstelle haben, die z. B. das sogenannte Market Layering, das heißt beispielsweise das Vortäuschen einer Kaufabsicht auf einer Seite und den Verkauf auf der anderen Seite, bestraft. Egal, ob das einer hochfrequent oder niedrigfrequent macht, wir müssen Marktmanipulation und Marktmissbrauch erkennen und bestrafen. Darauf sind unsere Systeme auch in der Überwachung optimiert. Wir haben, was das Thema Hochfrequenzhandel anbelangt, schon sehr früh, eigentlich seit Anbeginn des elektronischen Handels, sehr viele Sicherungsinstrumente eingebaut. Deshalb haben wir bisher in Deutschland und Europa auch keinen Flash Crash<sup>12</sup> gesehen. Wir haben beispielsweise Volatilitätsunterbrechungen: Etwas, was die USA jetzt langsam einführen, nachdem sie diese verschiedenen Probleme in ihrer Marktstruktur hatten. Wir haben ein sehr striktes Risikomanagement, sowohl im Clearing-House, also auch auf der Handelsplattform. Und ich glaube, es gibt verschiedene Maßnahmen, die auch sinnvollerweise ergriffen werden müssen, um gerade Marktmissbrauch schneller und besser ahnden zu können. Und ich

---

<sup>10</sup> <http://www.eurexchange.com/exchange-de>

<sup>11</sup> <http://www.xetra.com>

<sup>12</sup> Als Flash Crash wird der Einbruch (engl. Crash) der US-amerikanischen Aktienmärkte am 6. Mai 2010 bezeichnet, bei dem die Börsenkurse innerhalb von Minuten heftig einbrachen und sich genauso schnell wieder erholten.

glaube, da ist das Gesetz auch der richtige Weg: Eine Zulassung von Hochfrequenzländern ist richtig. Es ist richtig, dass die Börsenaufsichtsbehörde und die BaFin entsprechend gestärkt werden. Also: Insofern begrüßen wir auch dieses Gesetz und finden es sehr sinnvoll, dass der Gesetzgeber hier mit der Zeit geht und letztendlich das negative Verhalten, egal ob jemand schnell oder langsam ist, ahndet, aber da, wo Marktteilnehmer Liquidität spenden, wo sie eine für die Realwirtschaft am Ende positive Rolle wahrnehmen, indem sie z. B. Preisunterschiede zwischen Märkten beseitigen, indem sie Spreads und damit auch die Finanzierungskosten für die Wirtschaft verringern, das auch zulassen. Insofern: Nicht „schnell“ ist böse oder gut, sondern am Ende ist derjenige, der täuschen will, der manipulieren will, der missbraucht, schlecht. Den müssen wir erfassen! Deshalb haben wir ein Wertpapierhandelsgesetz. Und da ist es absolut richtig, wenn wir Kontrollmechanismen und Aufsichtspflichten, Aufsichtsrechte entsprechend stärken.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Siebel, Sie haben das Wort.

**Sv Rudolf Siebel (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.):** Vielen Dank. Auch vielen Dank für die Frage. Aus unserer Sicht: Wir haben uns jetzt weniger speziell mit den Co-Location-Services befasst. Die Langfrist-Investoren haben – das wurde auch bereits hier angedeutet - so ein Unwohlsein-Gefühl: Uns fehlen natürlich die empirischen Daten, um das nachzuweisen. Und: Wir haben auch vor der heutigen Anhörung die Gelegenheit gehabt, noch einmal die Frage der Liquiditätsspendenwirkung, insbesondere von High Frequency-Strategien, mit Herrn Riess zu erörtern. Wir haben auch kein Problem damit, dass insbesondere bei der Deutsche Börse, glaube ich, die systemische Sicherheit sehr gut gewährleistet ist. Aber wir haben eben dieses Unwohlsein, dass wir als Langfrist-Anleger auf Orders nicht so reagieren können, wie wir es könnten. Dieses Bedenken wird vom Bundesverband der Wertpapierfirmen reflektiert. Herr Sterzenbach hat das ausgeführt. Und von daher glauben wir einfach, dass man insgesamt mit den Maßnahmen gegen die reine Marktmanipulation auch noch technische Maßnahmen braucht, um den Handel insgesamt, um dem Anleger die Möglichkeit zu geben, auf jede Order zu reagieren und eben seiner im Börsengesetz geregelten rechtlichen Stellung, dass seine Order ausgeführt werden, entgegenzukommen. Aus unserer Sicht erfordert das eben die im Gesetz angeregten Maßnahmen plus die weitere, von uns angeregte Maßnahme in Richtung der Mindestvorhaltefrist, aber, weil die Deutsche Börse hier nicht im luftleeren Raum agiert, das Ganze eben im europäischen Kontext.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Nächster Fragesteller ist Herr Abg. Dr. Sieling für die Fraktion der SPD.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Nach den vorhin von Herrn Müller gehörten Argumenten und dem Hinweis darauf, dass die amerikanische Aufsicht hierfür 730 Leute beschäftigt, möchte ich gern direkt an die BaFin die Frage stellen, wie viele Leute sie spezifisch für die Aufsicht dieses Bereichs zur Verfügung haben. Und wenn Sie uns auch gleich noch darlegen könnten, wie Sie denn das hier angedachte Regulierungsmodell und Aufsichtsmodell in die Praxis umsetzen werden und welche Veränderungen es für die Börse gibt, wäre ich dankbar. Meine zweite Frage richtet sich an die Deutsche Börse. Herr Riess, weil Sie gerade so schön gesagt haben, „Dieses Gesetz geht mit der Zeit!“. Der Kern dieses Gesetzes, das hebt jedenfalls die Bundesregierung immer wieder hervor, ist die Registrierung über das KWG. Deshalb würde ich, wenn Sie sagen „Die gehen mit dem Gesetzentwurf mit der Zeit!“, hier gerne auch noch einmal Ihre Haltung zu dieser KWG-Registrierung hören.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Caspari hat das Wort für die BaFin.

**Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank. Zunächst zum System der Überwachung von Marktmanipulation: Es gibt eine enge Kooperation mit den Handelsüberwachungsstellen an allen Börsen. Und die Handelsüberwachungsstellen haben im Gegensatz zur BaFin die Orderdaten, weil wir nur über die § 9-Meldung<sup>13</sup> die abgeschlossenen Transaktionen bekommen. Die Orderdaten, auch die Änderung in den Orderdaten, liegen bei der Börse bei den Handelsüberwachungsstellen. Deshalb haben wir eine Interaktion: Die Handelsüberwachungsstellen sind eigenständige Behörden im Rahmen des Börsengesetzes. Und z. B. die Frankfurter Handelsüberwachungsstelle hat umfangreich IT aufgerüstet - ich glaube, die haben dort mehrere Millionen investiert -, um mit diesem Problem klarzukommen. Wir bekommen dann die Information von der Handelsüberwachungsstelle und ermitteln dann weiter wegen Marktmanipulation. Wir selbst können aufgrund der § 9-Daten solche Layeringfälle oder Order-Stuffing-Fälle<sup>14</sup>, dass Orders reingeschoben werden, wieder rausgenommen werden, geändert werden, nicht unmittelbar erkennen. Dafür ist die HÜSt<sup>15</sup> zuständig. Die HÜSt alleine hat diese Daten und die machen das wirklich professionell und arbeiten zusammen. Wir selbst haben im Bereich der Marktmanipulation meines Wissens 16 Mitarbeiter, die sich ausschließlich mit Marktmanipulation befassen. Wir haben darüber hinaus ein Referat, was sich mit Insiderhandel und Marktanalyse befasst, was natürlich auch damit zusammenhängt. Und die „730“, die genannt werden: Da bin ich mir

---

<sup>13</sup> Meldungen gemäß der Meldepflichten des § 9 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)

<sup>14</sup> Vgl. hierzu auch ESMA (2012) Leitlinien - Systeme und Kontrollen für Handelsplattformen, Wertpapierfirmen und zuständige Behörden in einem automatisierten Handelsumfeld. European Securities and Markets Authority, 24. Februar 2012, ESMA/2012/122 (DE), S. 20f.  
([http://www.esma.europa.eu/system/files/esma\\_2012\\_122\\_de\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2012_122_de_0.pdf))

<sup>15</sup> Handelsüberwachungsstelle

nicht sicher, ob das SEC<sup>16</sup> ist. Es gibt nämlich auch self regulatory Organizations in den USA, wie FINRA<sup>17</sup>, die das machen. Dahinter, dass die SEC selbst 700 Leute hat, die sich nur um diese high frequency Trades kümmern, würde ich ein Fragezeichen machen. Deshalb: Die HÜSt stärken! Die ist unmittelbar an der Börse dran und verfügt über die Orderdaten. Das ist das eine.

Das zweite ist: Sie fragten noch, wie wir mit den Informationen umgehen. Da möchte ich doch noch zum Thema „Algorithmus“ sprechen. Sie können mit algorithmischem Handel - auch wenn Sie nicht high frequency Trading machen - natürlich falsche Orders in den Markt setzen oder falsche Geschäfte, misleading Trades machen oder einen wild gewordenen Computer haben. Nehmen sie z. B. die Knight Capital<sup>18</sup>-Geschichte: Dort hatte man – das war kein high frequency Trading - ein neues Programm aufgespielt und hat dann sozusagen den falschen Knopf gedrückt und hat Orders, die über mehrere Wochen abgewickelt werden sollten, innerhalb von 40 Minuten abgewickelt. Das führte dann zum Kollaps von Knight Capital. Deshalb: Es gibt Algorithmen, die nicht unbedingt mit high frequency Trading zu tun haben, die man auch kennen sollte. Mir geht's ums Flagging<sup>19</sup>, dass Sie wissen, wie sich die Quotes<sup>20</sup> an der Börse zusammensetzen - Ist es ein Algorithmus? Oder sind es verschiedene Algorithmen? -, um das besser verstehen zu können. Es ist auch ein Anliegen der Handelsüberwachungsstelle, diese Informationen zu haben. Wo ist die Diskrepanz, wenn Sie high frequency haben? Bei 500 Quotes zu einem Trade? Bei 450 haben Sie dann kein Problem mehr mit algorithmischem Handel? Deshalb möchte ich noch einmal gerade im Hinblick auf das Flagging die Gelegenheit nutzen, für Transparenz zu votieren und zu argumentieren. Wir wissen: „Wer ist der Händler?“ Aber wir wissen nicht: „Wer ist die Maschine?“, denn jetzt handeln Maschinen, nicht mehr der Händler. Und: Was sind die Bestandteile des Order Flows, des Flusses der Order an der Börse. Danke schön.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Es folgt Herr Riess für die Deutsche Börse.

**Abg. Dr. Carsten Sieling (SPD):** Entschuldigung, Frau Vorsitzende, die Zahl der anderen Aufsichtskräfte, die dort ausgegliedert sind, würde ich auch gern hören, damit wir die ganze Aufsichtsmacht und -kraft in Deutschland beurteilen können.

---

<sup>16</sup> U.S. Securities and Exchange Commission (<http://www.sec.gov>)

<sup>17</sup> Financial Industry Regulatory Authority (<http://www.finra.org>)

<sup>18</sup> Knight Capital Group, Inc. (<http://www.knight.com>)

<sup>19</sup> Gemeint ist die Kennzeichnungspflicht nach § 16 Absatz 2 Börsengesetz.

<sup>20</sup> Gleichzeitiges Stellen von einem verbindlichen Geld- und Briefkurs (Kauf- und Verkaufspreis) für eine bestimmte Anzahl von Wertpapieren von einem Marktteilnehmer auf einer Börse.



**Sv Rainer Riess (Deutsche Börse AG):** Ich kann es für die Deutsche Börse sagen, aber ich glaube, an den anderen Börsen gilt das ähnlich. Im Rahmen der teilrechtsfähigen Anstalt des öffentlichen Rechts sind die Handelsüberwachungsstellen gegenüber den Aufsichtsbehörden der Länder verantwortlich. In Frankfurt sind das gut 30 Kolleginnen und Kollegen, die hier neben der Staatsaufsicht in Wiesbaden zuständig sind. Ich glaube aber, die Zahl der Mitarbeiter ist da wahrscheinlich kein hilfreiches Informationsmedium, um die Qualität der Aufsicht beurteilen zu können, egal ob das 730 oder 73 000 Aufseher sind. Ich gebe vielleicht einmal ein paar Zahlen aus der realen Wirklichkeit: Wir haben heute beispielsweise am Kassamarkt insgesamt am Tag über 400 Millionen Quotes. Das können Sie auch mit 73 000 Mitarbeitern nicht überprüfen. Das heißt, wichtig ist die von Herrn Caspari erwähnte Zahl von einigen Millionen, die wir in technische Systeme investieren, um diese Quotes von jedem zu überwachen, egal ob es ein Privatanleger ist - und auch Privatanleger, die sehr low frequency machen, sind ab und zu in Marktmissbrauch und Marktmanipulation involviert -, oder ob es ein Hochfrequenztrader ist. Unser Anspruch muss sein, jedes Fehlverhalten im Markt zu erkennen. Das macht man heute mit Computersystemen. Und die Intelligenz ist natürlich, wie man diese Überwachungssysteme programmiert und immer nachjustiert. Man muss auch nach einem Vorfall wie dem eines Flash Crashes in den USA hinterfragen: Ist denn das Sicherungssystem, das wir geschaffen haben, so richtig? Haben wir irgendwas vergessen? Müssen wir irgendwas nachjustieren? Auch der Gesetzgeber, der zusätzliche Rechte beispielsweise für eine BaFin reinschreibt, oder auch ein Order-Flagging, was wir im Prinzip - gerade wenn es europaweit geschieht - sehr, sehr sinnvoll finden, muss sich das fragen. Wir würden sehr gerne für unsere HÜSt erkennen: Welcher Algorithmus oder auch welcher Anleger steht hinter dem Trade? Dass das ggf. europaweit kommt, ist ja mit MiFID II <sup>21</sup> vorgesehen. Das würde die Aufsicht und die Effizienz einer Handelsüberwachungsstelle sehr stark erleichtern. Ich glaube, all das sind Dinge, die für eine Effizienz der Überwachung und auch für eine Integrität der Börsenlandschaft sehr, sehr wichtig und sinnvoll sind. Das Unwohlsein zwischen schnell und langsam: Ich kann es verstehen! Aber noch einmal: Computerkraft, die haben wir heutzutage in vielen Bereichen. Wir können heute Flugzeuge mit Autopiloten landen. Wir haben heute eine sehr gute Wettervorhersage, weil wir einfach Supercomputer haben. Und auch im Finanzbereich: Wenn eine Handelsüberwachungsstelle einen schnellen Computer hat, der viele Daten richtig auswertet, dann bekommen wir auch eine sehr gute Überwachung. Und wenn wir auch Hochfrequenzhändler haben, dann gibt es ein Teil, der auch wirklich Liquidität zum Markt beisteuert. Ich glaube, die Bedenken, die auch der BVI oder der Bundesverband geäußert haben, sind am Ende Fragen der Marktstruktur. Und ich glaube, wenn wir über die Marktstruktur in der MiFID reden, dann ist meines Erachtens eine Mindesthaltedauer der falsche Weg. Da würde sich Europa eher in die Sackgasse manövrieren. Eher ein Thema ist

---

<sup>21</sup> Überarbeitung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Review of the Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II)

beispielsweise, was auch schon angeklungen ist, die Tick Size, das heißt die Mindestpreisänderungsgröße, wo eine einheitliche europäische Regelung sehr, sehr sinnvoll wäre. Was wir auch sehr sinnvoll finden, ist die Registrierung der Marktteilnehmer, das heißt, dass auch Hochfrequenzhändler immer eine Zulassung haben müssen und dass sie registriert sind. Wo wir Bedenken haben, ist konkret die Formulierung im Gesetz mit dem KWG. Wir haben schon heute im Börsengesetz beispielsweise für Marktmissbrauch/Marktmanipulation, für das Leerverkaufsverbot über die Handelsüberwachungsstellen weitgehende, auch fortlaufende Rechte, Ermittlungen für mittelbare und unmittelbare Teilnehmer der Börse durchzuführen. Hier gibt es auch bereits eine etablierte Kooperation mit den Aufsichtsbehörden in anderen Ländern. Das heißt, der Weg über das Börsengesetz ist das, was wir im Wertpapierwesen heute schon an allen Börsen in Deutschland sehr breit und sehr gut funktionierend gemeinsam mit der BaFin orchestrieren. Die KWG-Erlaubnispflicht wäre etwas Neues. Und hier ist einfach unser großes Bedenken zum einen, eine sehr, sehr breite Definition, die das Gesetz im Moment hat, wo ja sogar teilweise die Frage gestellt wird: Ist dann beispielsweise ein BVI-Mitgliedsunternehmen betroffen? Ist eine UBS London - die heute keine Niederlassung in Deutschland hat - oder eine Credit Suisse London denn dann auch High Frequency-Teilnehmer, der dann plötzlich eine deutsche Niederlassung bräuchten. Wenn dem so wäre, dann wäre eine starke Abwanderung von Marktteilnehmern, aber wahrscheinlich auch von Investoren zu befürchten, wenn sich eine State Street<sup>22</sup> oder eine Templeton<sup>23</sup> plötzlich in Deutschland mit einer Niederlassung registrieren müsste.

Ich würde vielleicht zu den rechtlichen Aspekten gerade noch einmal an den Mitgeschäftsleiter, Herrn Dr. Cord Gebhardt, übergeben wollen.

**Sv Dr. Cord Gebhardt (Deutsche Börse AG):** Vielen Dank. Ich will das Gremium hier aber nicht mit rechtlichen Details langweilen. Im Grunde ist alles gesagt worden. Wir empfinden es als richtig, dass High Frequency-Trader eines tieferen Blicks gewürdigt werden sollen. Wir wenden uns nur gegen die regulatorische Verordnung im KWG, wegen der eben genannten Nebenfolgen, und halten das Börsengesetz für weitaus sinnvoller, weil es dann in das heutige System des Zusammenspiels der Aufsichtsbehörden eingepasst wäre und das Ziel, sich dort die Handelsstrategien genauer anzuschauen, besser erreicht würde als durch den - wie es genannt wurde - Schrotschuss mit dem KWG.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Abg. Brinkhaus ist der nächste Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU.

---

<sup>22</sup> State Street Corporation (<http://www.statestreet.com>)

<sup>23</sup> Franklin Templeton Investments (<http://www.franklintempleton.de>)

**Abg. Ralph Brinkhaus (CDU/CSU):** Vielen Dank. Die SEC hat laut Wikipedia 3 700 Mitarbeiter, aber ich denke, Herr Müller wird uns nachreichen, wo er die 730 Leute herbekommt. Ich habe eine Frage zu dem Thema „Algorithmen“. Wir haben uns im Vorfeld lange überlegt, ob es sinnvoll ist, dass man Algorithmen genehmigungspflichtig macht, oder dass man Algorithmen dokumentiert und die Aufsicht dann bei Bedarf in der Lage ist, diese Algorithmen nachzuvollziehen. Ich stelle die Frage, inwieweit da was sinnvoller ist, zum einen an die Börse Berlin und zum anderen an die BaFin.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Für die Börse Berlin hat Herr Fischer das Wort.

**Sv Artur Fischer (Börse Berlin AG):** Herzlichen Dank, Herr Abg. Brinkhaus, für die Frage. Algorithmen muss man natürlich verstehen, wenn man sie genehmigen lassen will. Und Algorithmen beinhalten bis zu einem gewissen Grad natürlich auch vertrauliche Geschäftsinhalte. Wenn wir jetzt Algorithmen zulassen müssten, müsste man im ersten Schritt dieses Verständnis erzeugen und im zweiten Schritt natürlich auch Verantwortung übernehmen, denn in dem Moment, wo man einen Algorithmus lizenziert, würde man dem Algorithmus auch zusprechen, dass er ungefährlich ist. Ich weiß nicht, ob man in der Lage ist, so etwas extern wirklich durchzuführen. Also: Ich bezweifle das, denn man müsste natürlich, um so eine Aussage zu machen, alle möglichen Kombinationen von Vorfällen parat halten. Der Aufwand stünde meines Erachtens in gar keinem Fall im Verhältnis zu dem Erfolg. Den Hinweis, dass man Algorithmen kennzeichnet, um dann in dem Moment, wo unsere Systeme in der HÜSt feststellen, dass der Algorithmus ein Verhalten an den Tag legt, der einen ordnungsgemäßen Handel negativ beeinflusst, in der Lage zu sein, diese Algorithmen ganz gezielt herauszufischen und entsprechend auch eine Untersuchung durchzuführen oder vielleicht auch prophylaktisch ein Verbot auszusprechen, finden wir sehr, sehr sinnvoll. Da sind wir gezielt vorgegangen. Das ist also der Degen, verglichen mit dem Rasenmäher, denn hier hat man zum einen einen Anlass und zum anderen wird dann die Intelligenz und der Aufwand gezielt für diesen Anlass verwandt und nicht mit einer breiten Welle auf alle – auch vom Aufwand her - niedergelassen.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Caspari hat das Wort.

**Sv Karl-Burkhard Caspari (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht):** Vielen Dank. Ich kann nur unterstreichen, noch einmal für die Dokumentationspflicht der Algorithmen zu votieren, und zwar über HFT hinaus. Man muss sich vorstellen: Früher gab es den Börsenhändler. Da wusste man, der hat die Order abgegeben. Den konnte man dann sozusagen auch sprechen. Heute bekommen Sie nur Orders, die alle irgendwie elektronisch generiert worden sind, viele von denen aufgrund von Handelsalgorithmen. Es gibt einfache, komplexe, vielfältige. Wenn es ein Problem gibt und Sie haben nicht dieses Flagging, dann

fangen Sie erst einmal an, die Nadel im Heuhaufen zu suchen. Sie wissen, da gibt es die und die Orders. Die kommen uns komisch vor. Die stören den Markt. Es muss nicht immer Marktmanipulation sein. Es können auch durchaus Mistrades, also Orders sein, die für das betreffende Unternehmen schwere Nachteile haben. Um das zu verstehen, um überhaupt dem – in Anführungszeichen - „Täter“ auf die Spur zu kommen, muss ich einen Ansprechpartner im Unternehmen haben. Nicht den Händler, der hat keine Ahnung, welcher Algorithmus da verwandt wird, sondern das sind die Quants, die Physiker. Da muss es einen Ansprechpartner geben: „Was ist da los mit dem Algorithmus? Der hat hier die und die Probleme verursacht!“ Deshalb: Die Information zum algorithmischen Handeln sollte man für die BaFin-Beaufsichtigung im Rahmen von Marktmanipulation wirklich dokumentieren. Die Vorab-Genehmigung von Algorithmen stelle ich mir auch als Sisyphusarbeit vor, weil Sie – worauf Herr Fischer bereits hinwies – diese Entscheidung zu allen Marktgeschehnisse treffen müssten, die in diesen Algorithmus einfließen, als Aufsicht, die im Nachhinein kommt, für Hunderte oder Tausende oder Zehntausende Algorithmen. Dann schaffen wir, so würde ich es formulieren, den algorithmischen Handel ab, weil bis eine Verwaltungsbehörde so komplexe Entscheidungen getroffen hat, die dann auch schriftlich dokumentiert werden sollen, gibt es keinen algorithmischen Handel mehr. Man muss die Möglichkeiten auch realistisch sehen.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Die nächsten Fragen kommen von der Fraktion DIE LINKE. Herr Abg. Pitterle hat das Wort.

**Abg. Richard Pitterle (DIE LINKE.):** Danke schön, Frau Vorsitzende. Ich habe eine Frage an Finance Watch und eine Frage an den Bundesverband der Wertpapierfirmen an den Deutschen Börsen. Es wird oft beteuert, dass Hochfrequenzhandel für erforderliche Liquiditätsbereitstellung Sorge, die sonst gefährdet wäre, und volatilere Preisbewegung zur Folge hätte. Dabei führt allerdings die zunehmende Marktfragmentierung durch das entstehen neuer Handelsplätze zu einer Zersplitterung der Liquidität. Herr Lallemand, ist empirisch belegt, dass der Hochfrequenzhandel für eine ausreichende Liquiditätsbereitstellung, die die Realwirtschaft benötigt, sorgt? Oder ist der Hochfrequenzhandel gar Liquiditätsverbraucher? Herr Sterzenbach, ist vor dem Hintergrund der genannten Marktfragmentierung die Behauptung, der Hochfrequenzhandel sei entscheidend für die Sicherstellung und jederzeitige Verfügbarkeit einer hohen Marktliquidität zu relativieren?

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Herr Lallemand hat das Wort für Finance Watch.

**Sv Benoi Lallemand (Finance Watch):** Ich bin mir nicht sicher, ob es überhaupt empirische Beweise dafür gibt, dass der Hochfrequenzhandel nötig ist. Wir haben keine entsprechenden

Studien durchgeführt. Doch wie gesagt: Liquidität ist ein relativer Begriff. Die Mittler, die heute für Liquidität sorgen, sind völlig andere als diejenigen, die vor zehn Jahren für Liquidität gesorgt haben und die sehr froh wären, wieder in den Markt zurückzukehren. Dabei möchte ich nicht sagen, dass damals alles perfekt war. Es ist eher eine Frage des Wettbewerbs zwischen den verschiedenen Arten von Mittlern. Doch, wie gesagt, es gibt verschiedene Arten, für Liquidität zu sorgen. Ich sehe keine Belege dafür, dass bei den hoch liquiden Aktien – das sind die Aktien, mit denen die Hochfrequenzhändler handeln – die Liquidität austrocknen würde, denn diese Aktien haben bereits von sich aus ein hohes Maß an Liquidität. Die eigentliche Frage lautet also: Wie schaffen wir Anreize für mehr Liquidität bei KMU-Aktien, bei weniger liquiden Aktien? Und nicht: Wie bewahren wir eine Mikrosekunden-Liquidität bei Aktien, die bereits von sich aus höchst liquide sind?

Lassen Sie mich noch kurz einige der verschiedenen Instrumente erwähnen, die den Regulierungsbehörden zur Verfügung stehen. Auch hier müssen wir den Kontext betrachten: Es scheint mir evident, dass den Regulierungsbehörden der gesamte Werkzeugkasten, einschließlich der Mindesthaltefristen, zur Verfügung stehen sollte, so wie einem Arzt alle Therapien zur Verfügung stehen sollten. Werden die Regulierungsbehörden diese Instrumente in der einen oder anderen Weise verwenden, oder werden sie sie testen? Machen sie weiter, wenn sie sehen, dass der Patient stirbt? Natürlich nicht! Doch wollen wir den Behörden potenzielle Regulierungs- und Untersuchungsinstrumente vorenthalten? Ich denke nicht! Wir denken, dass es Maßnahmen gibt, die wirksamer sind als Mindesthaltefristen. Doch wir denken, dass Mindesthaltefristen zum Werkzeugkasten gehören sollten, genauso wie alle anderen möglichen Maßnahmen. Und erfreulicherweise steht dies auch in dem von Markus Ferber vorgelegten Entwurf zur Überarbeitung der Finanzmarkttrichtlinie. Es gibt verschiedene Maßnahmen: Die von uns vorgeschlagenen Maßnahmen, nämlich ein Preis für jede Art von Meldung, Definition, Mindestverpflichtungen für Marktmacher sowie eine höhere Mindest-Tickgröße, die sich nach der Liquidität richtet, sind im MiFID-Entwurf enthalten. Wir denken, das ist ein Weg, das Verhalten und nicht die Teilnehmer zu regulieren. Dadurch vermeiden wir die komplexe Diskussion der Frage, wie sich algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel unterscheiden. Und dennoch reduziert dieser Weg die Anreize für missbräuchliche oder habgierige Praktiken bzw. er macht diese Praktiken ökonomisch nicht mehr durchführbar.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank. Herr Sterzenbach hat das Wort.

**Sv Michael Sterzenbach (Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.):** Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Vielen Dank für die Frage. Die Frage, inwieweit Hochfrequenzhandel zu einer durchgängigen Verfügbarkeit von Marktliquidität beiträgt, ist nicht ganz einfach zu beantworten. Zunächst einmal: Das Problem, was wir mit

der Fragmentierung geschaffen haben, ist nicht nur durch den Hochfrequenzhandel geschaffen worden, sondern das ist durch MiFID I und andere Entwicklungen entstanden. Es ist auch in der Tat so - das wird man nicht verneinen wollen oder können -, dass es wichtig ist, wie Herr Riess gesagt hat, dass es einen Transmissionsmechanismus zwischen fragmentierten Handelsplätzen in dem Moment gibt, wo eben ein und dasselbe Wertpapier an unterschiedlichen Handelsplätzen gehandelt wird. Und sicherlich werden auch Hochfrequenzhändler zu diesem Transmissionsmechanismus beitragen, denn sehr häufig sind Hochfrequenzhandelsstrategien - um einem häufig verbreiteten Missverständnis zu begegnen - gerade nicht hochspekulative Strategien, sondern sind eigentlich extrem risk-averse, konservative Strategien, das heißt, das sind nahezu risikolose Arbitragestrategien. Zum Beispiel dort, wo sich minimale Preisabweichungen in einem Wertpapier an unterschiedlichen Handelsplätzen zeigen, werden diese u. a. durch Hochfrequenzhändler sehr schnell ausgeglichen werden. Da ist auch gar nichts gegen zu sagen. Das ist im Grunde positiv. Das Problem ist allerdings in der Tat - und das sagte der Vorredner bereits - zum einen, dass sich diese Liquiditätsbereitstellung, diese zusätzliche, normalerweise auf einen sehr eingeschränkten Kreis von Assets fokussiert. Genau deswegen, weil Hochfrequenzhändler eigentlich normalerweise extrem risikoavers sind, sind sie auch ganz schnell wieder weg. Das heißt, die Liquidität ist zunächst einmal vorwiegend in den Werten da, wo sich ohnehin bereits eine hohe Grundliquidität zeigt, und ist umgekehrt möglicherweise dann sehr schnell wieder weg, wenn diese Liquidität am Markt in turbulenten Zeiten benötigt wird. Insofern habe ich auch ein bisschen ein Problem, hier von Market Making-Aktivitäten zu sprechen. Die Firmen, die im Bundesverband der Wertpapierfirmen organisiert sind, sind nach unserem Verständnis Market Making-Firmen, denn sie haben auch konkrete vertragliche Vereinbarungen mit den jeweiligen Börsenplätzen hinsichtlich der Quotierungspflicht, hinsichtlich des Umfangs, in dem sie Liquidität bereitstellen. Und um noch einmal auf das Problem zurückzukommen „Was ist denn Liquidität?“, Liquidität ist immer nur die Order, die ausgeführt wird; deswegen auch im Zusammenhang mit der minimum resting Time. Es gibt natürlich physikalische minimum resting Time. Das hat es immer gegeben! Ein Händler sieht den High Frequency-Trader nicht. Er kann auch nicht mehr darauf reagieren. Er soll auch nicht mehr darauf reagieren. Das will der High Frequency-Trader in dem Moment ja gar nicht. Liquidität ist aber immer nur dann gegeben, wenn die Gegenseite reagieren kann. Und das erfordert eben, entsprechende technische Maßnahmen zu schaffen, um diese Fairness des Handels für alle Marktteilnehmer wiederherzustellen. Nicht mehr und nicht weniger! Insofern: Ja, auch High Frequency-Trader tragen natürlich zur Liquidität bei. Deswegen sind wir auch keine Bilderstürmer. Es sollen nur alle die gleichen Chancen haben.

Und noch eine Anmerkung - wenn Sie mir das gestatten - zu der Diskussion, die wir gerade eben zu den Dokumentationspflichten hatten: Wir haben aufgrund der sehr breiten, vagen

Definition im Gesetzentwurf, was ein Algo ist, Befürchtung gerade um die Market Maker, die - um das Wort von Herrn Prof. Hickel zu gebrauchen - im entschleunigten Bereich tätig sind, also deren Quotes stehen und auf die man handeln kann, gerade auch in den Werten, die nicht liquide oder weniger liquide sind. Das sind nämlich die allermeisten. Wir haben einen ganz kleinen Ausschnitt von hochliquiden, handelbaren Wertpapieren. Aber die meisten sind sehr wenig liquide oder kaum liquide. Aber in diesen weniger liquiden Werten sind Market Maker besonders wichtig. Hier sind High Frequency-Trader normalerweise überhaupt nicht aktiv. Und in diesen Bereichen bieten beispielsweise die im bwf<sup>24</sup> zusammengeschlossenen Firmen ihre Market Maker-Spezialisten, Quality-Liquidity-Provider<sup>25</sup>, Skontroführerfunktion an. Wir haben jetzt aber die Befürchtung, dass aufgrund dieser sehr vagen Algo-Definition die Dokumentationspflichten auch für diese Market Maker extrem ansteigen, denn der Market Maker, auch der entschleunigte Market Maker, steht natürlich heute nicht mehr mit der Kladde an der Börse und notiert die Aufträge, sondern er hat handelsunterstützende Systeme. Und natürlich reagieren diese handelsunterstützenden Systeme in Sekundenbruchteilen. Wenn man jetzt aber weiß, dass man hier tausende, zehntausende große Firmen hat, sogar zum Teil Market Maker-Mandate im sechsstelligen Bereich, und wenn Sie jetzt jede Veränderung an diesen sogenannten Quote-Machines dokumentieren müssten, dann würde das zu einem erheblichen zusätzlichen administrativen und Kostenaufwand führen, ohne dass Sie damit High Frequency-Geschäft treffen würden – Das sowieso nicht! -, aber Geschäft, das im ganz engen Sinne eigentlich gar kein Algo-Geschäft ist, sondern nur eine handelsunterstützende Tätigkeit hat. Da würden wir noch einmal bitten, dass Sie sich unser Petitum, das wir aus der Empfehlung des Bundesrats übernommen haben, anschauen, ob man nicht in dem Bereich eine gezielte Ausnahme schaffen kann. Sonst treffen Sie gerade den entschleunigten Bereich.

**Vorsitzende Dr. Birgit Reinemund:** Vielen Dank, Herr Sterzenbach. Sie merken die Unruhe. Ich muss leider die Sitzung hiermit beenden. Wir haben einen Hammelsprung und müssen jetzt eilig in den Plenarsaal. Ich danke den Sachverständigen, dass sie Verständnis haben, dass wir zehn Minuten früher aufhören müssen, und bedanke mich, dass Sie uns ihre Zeit zur Verfügung gestellt haben. Herzlichen Dank.

Ende der Sitzung: 15:51 Uhr

Dr. Birgit Reinemund, MdB

**Vorsitzende**

---

<sup>24</sup> Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e. V.

<sup>25</sup> Vgl. hierzu beispielsweise

<https://www.boerse-stuttgart.de/de/boersenplatzstuttgart/quality-liquidity-provider/quality-liquidity-provider.html>