

# Schnelles Geld

## Die Regulierung des Hochfrequenzhandels in Deutschland und in Europa

Von Dr. Thomas Zwissler, Rechtsanwalt und Partner,  
Zirngibl Langwieser Rechtsanwälte Partnerschaft

*Geschwindigkeit war an der Börse schon immer ein großes Thema. Wer in der Lage ist, Informationen möglichst frühzeitig in Erfahrung zu bringen, sie schnell zu verarbeiten und aus ihnen die richtigen Schlüsse zu ziehen, war und ist gegenüber den übrigen Handelsteilnehmern im Vorteil. Daran hat sich bis heute nichts geändert. Allerdings hat die Jagd nach dem entscheidenden Vorsprung mit der zunehmenden Verbreitung des elektronischen Handels und der Möglichkeit, Marktinformationen auf elektronischem Wege aufzunehmen, auszuwerten und in Handelsstrategien umzusetzen, eine neue Dimension erreicht. Neben den rein technischen Entwicklungen, die den sogenannten „Hochfrequenzhandel“ überhaupt erst ermöglichen, hat sich unter Marktteilnehmern ein Geschäftsmodell etabliert, bei dem die Entscheidung über die Platzierung von Kauf- oder Verkauforders rein maschinell und mit Hilfe mathematischer Algorithmen ausgeführt wird.*

Über die Vor- und Nachteile der beschriebenen technischen Möglichkeiten gibt es keinen Konsens. Während die Befürworter die liquiditätsfördernde Wirkung des Hochfrequenzhandels und die geringere Fehleranfälligkeit des um den Risikofaktor „Mensch“ bereinigten algorithmischen Handels begrüßen, sehen andere gravierende Gefahren für die Stabilität der Handelssys-



Zur Marktsicherung sieht die Börsenordnung der Frankfurter Börse vor, dass der Handel bei besonderen Kursschwankungen unterbrochen werden kann.  
Foto: Deutsche Börse AG



Dr. Thomas Zwissler

teme und die Fairness der Preisbildung am Markt. Besonders in ihrer Kombination sollen Hochfrequenzhandel und algorithmischer Handel schnell zu unkontrollierbaren Entwicklungen führen können. Diese Argumente haben dazu geführt, dass der deutsche und der europäische Gesetzgeber ungeachtet bereits bestehender Vorkehrungen der Börsenbetreiber in Deutschland und Europa auf gesetzlichen Maßnahmen bestehen, die den Hochfrequenzhandel und den Handel auf Basis von Algorithmen zwar nicht verbieten, dafür aber doch in die Schranken weisen sollen.

### Status Quo: Börsenregularien und Verbot der Marktmanipulation

Schon heute sind der Hochfrequenzhandel und der Einsatz mathematischer Algorithmen keine unregulierte Materie. Zu nennen sind zunächst die Börsenregularien, die den Gefahren des Hochfrequenzhandels entgegenwirken. Die Börsenordnung der Frankfurter Börse sieht etwa vor, dass der Handel bei besonderen Kursschwankungen unterbrochen werden kann. Das Preisverzeichnis der Deutsche Börse AG enthält besondere Entgelte für die „exzessive“ Nutzung der Börsensysteme, die unter Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen eingestellten Aufträgen und tatsächlich ausgeführten Geschäften (Trades) berechnet werden.

Neben den Börsenregularien ist das in § 20a WpHG geregelte und in § 38 WpHG mit Strafsanktion versehene Verbot der Marktmanipulation hervorzuheben. Ein Aussenden irreführender Signale durch Hochfrequenzhändler, wie es von bestimmten Marktteilnehmern und hier insbesondere den Market Makern bzw. Designated Sponsors immer wieder beklagt wird, dürfte in vielen Fällen schon nach dem geltenden Marktmissbrauchsverbot sanktioniert sein. Allerdings ist im Zusammenhang mit diesem Verbot von einem Vollzugsdefizit auszugehen, da der gerichtsfeste Nachweis eines manipulativen Handelns oft nur sehr schwer zu führen ist.

### **Gesetzesentwurf zur Regulierung des Hochfrequenzhandels in Deutschland**

In Deutschland ist zwischenzeitlich die Bundesregierung aktiv geworden. Sie hat am 26.09.2012 den „Gesetzesentwurf zur Vermeidung von Gefahren und Missbräuchen im Hochfrequenzhandel (Hochfrequenzhandelsgesetz)“ verabschiedet. Mit dem Inkrafttreten der neuen Regelungen muss bis Mitte 2013 gerechnet werden. Das gesetzgeberische Ziel soll durch folgende Instrumente erreicht werden:

#### **Erlaubnispflicht**

Das Betreiben des Hochfrequenzhandels soll nach den Bestimmungen des Regierungsentwurfs künftig dem sog. Eigenhandel unterfallen und damit als Finanzdienstleistung gelten. Folge dieser Einordnung ist die Erlaubnispflichtigkeit dieser Handelsform nach dem Kreditwesengesetz (KWG). Interessant ist in diesem Zusammenhang die Umschreibung, die für die Definition des Hochfrequenzhandels gewählt wurde. Erfasst wird der Handel „mittels des Einsatzes von Rechnern, die in Sekundenbruchteilen Marktpreisänderungen erkennen, Handelsentscheidungen nach vorgegebenen Regeln selbständig treffen und die zugehörigen Auftragsparameter entsprechend dieser Regeln selbständig bestimmen, anpassen und übermitteln“. Entscheidend ist also nicht allein die Leistungsfähigkeit der eingesetzten Rechner, sondern es muss die Abkopplung der Anlageentscheidung von menschlichen Entscheidungsträgern hinzukommen.

### Anforderungen an die laufende Handelstätigkeit

Neben der Erlaubnispflicht sollen künftig besondere Regeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen gelten, die den sogenannten „algorithmischen Handel“ betreiben. Diesen definiert der Regierungsentwurf als Handel in der Weise, „dass ein Computeralgorithmus die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmt, ohne dass es sich um ein System handelt, das nur zur Weiterleitung von Aufträgen zu einem oder mehreren Handelsplätzen oder zur Bestätigung von Aufträgen verwendet wird“. Konkret verlangt der Regierungsentwurf die Einrichtung geeigneter Vorkehrungen zur Risikobegrenzung, z.B. zur Einhaltung von Handelsschwellen und Handelsobergrenzen, zur Vermeidung fehlerhafter Aufträge und zur Einhaltung des Marktmissbrauchsverbots und der einschlägigen Regularien des Handelsplatzes (z.B. Börsenregularien). Darüber hinaus werden Anforderungen an die eingesetzten Systeme und die Dokumentation ihres Einsatzes definiert. Dabei muss insbesondere jede Veränderung des eingesetzten Computeralgorithmus dokumentiert werden.

### Verbotene und unerwünschte Handelstätigkeiten

Die Handelstätigkeit soll weiter dadurch gesteuert werden, dass bestimmte Praktiken dem Marktmissbrauchsverbot unterworfen und damit schlichtweg untersagt und unter Strafe gestellt werden. Die Praktiken, die künftig nach einer neuen Nr. 4 in § 3 Abs. 1 der Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung untersagt werden, betreffen in erster Linie die Störung von Handelssystemen, die Täuschung der Marktteilnehmer über die reale Angebots- und Nachfragesituation und die Manipulation der Angebots- und Nachfragesituation. Tatsächlich dürften die künftig ausdrücklich genannten Handelspraktiken auch heute schon dem Marktmissbrauchsverbot unterfallen.

Neben dem Marktmissbrauchsverbot setzt der Regierungsentwurf auf die (bereits heute existierenden) Regularien und Preisvorschriften der Handelsplätze. Letztendlich werden hier die Börsenbetreiber in die Pflicht genommen, die über Preisvorschriften und über Mindestpreisänderungsgrößen eine übermäßige Nutzung der Handelssysteme ohne konkrete Abschlussabsicht eindämmen und über Vorkehrungen wie etwa Handelsunterbrechungen bei besonders starken Kurschwankungen Situationen verhindern sollen, bei denen sich Fehler in den Systemen eines Handelsteilnehmers zu einer Kettenreaktion verstärken können. Zudem soll für Aufträge, die durch einen algorithmischen Handel generiert wurden, eine Kennzeichnungspflicht gelten.

### Überwachung

Als Finanzdienstleistungsinstitute unterliegen die Betreiber des Eigenhandels in der Form des Hochfrequenzhandels automatisch der Aufsicht durch die BaFin. Für die Betreiber des algorithmischen Handels folgt die Aufsichtspflicht aus deren Qualifikation als



Die nun untersagten Handelspraktiken betreffen in erster Linie die Störung von Handelssystemen und die Manipulation der Angebots- und Nachfragesituation. Foto: PantherMedia / Sebastian Duda

Wertpapierhandelsunternehmen nach dem WpHG. Dort sieht der Regierungsentwurf sogar besondere Auskunftspflichten gegenüber der BaFin vor. Diese gehen so weit, dass die BaFin eine Beschreibung der algorithmischen Handelsstrategien verlangen kann. Der Algorithmus selbst, der naturgemäß das Herzstück darstellt und das Know-how des betroffenen Instituts bündelt, muss allerdings nicht offengelegt werden.

### Regulierung des Hochfrequenzhandels auf europäischer Ebene im Rahmen der Richtlinie MiFID II

Mit der Regulierung des Hochfrequenzhandels und des algorithmischen Handels befasst sich auch der europäische Richtlinien- und Ordnungsgeber. Konkret ist beabsichtigt, die genannten Phänomene in einer neuen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) zu erfassen. Der Regulierungsprozess ist hier zwar bereits so weit fortgeschritten, dass sich die Bundesregierung bei ihrem Entwurf für das Hochfrequenzhandelsgesetz hieran orientieren konnte. Die maßgeblichen Rechtsakte sind jedoch noch nicht in Kraft gesetzt. Zudem fehlen noch viele Konkretisierungen.

#### Fazit

Hochfrequenzhandel und algorithmischer Handel sind Phänomene, die in Kürze über das schon bisher geltende Maß hinaus reguliert werden. Die in den genannten Bereichen tätigen Unternehmen müssen prüfen, ob sie künftig einer Erlaubnispflicht nach dem KWG unterliegen. Darüber hinaus müssen sie prüfen, ob und wie sie ihre Systeme und ihre Vorkehrungen zur Vermeidung von Risiken und Missbräuchen so anpassen können, dass sie den künftigen Anforderungen gerecht werden. Dabei wird nicht nur die weitere Entwicklung des Gesetzgebungsverfahrens zum Hochfrequenzhandelsgesetz in Deutschland, sondern auch die Entwicklung auf europäischer Ebene zu beachten sein.