

GEHT REGULIERUNG AN DER PRAXIS VORBEI?

Im Hochfrequenzhandels- gesetz ist eine Novellierung erforderlich

Mit der Finanzmarktrichtlinie wurden neue regulatorische Vorgaben für den Finanzmarkt geschaffen, die insbesondere von den Börsenhändlern scharf kritisiert werden. Im nachfolgenden Beitrag setzen sich die Verfasser mit den durch die MiFID II umgesetzten Änderungen auf dem Gebiet des algorithmischen Handels auseinander; sie stellen die mit dem algorithmischen Handel verbundenen rechtlichen, insbesondere regulatorischen Probleme dar und durchleuchten diese kritisch.

In den letzten 70 Jahren veränderte sich das allgemeine Verständnis vom Börsenhandel elementar. Einst geprägt durch laut rufende Aktienhändler an Präsenzbörsen denkt man heutzutage, auch mit Blick auf die stetige Technisierung des Börsenhandels seit den 1980er-Jahren, viel eher an Kollokationscomputer, Künstliche Intelligenz und Algorithmen.

Als Folge der Finanzkrise von 2007 begann der europäische Gesetzgeber sodann mit der strengeren Regulierung des Finanzmarkts, welche 2013 in Form des Hochfrequenzhandelsgesetzes und 2014 in Form der Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) auch die algorithmischen Händler endgültig erreichte.

Ziel des Gesetzgebers war es, durch die gesteigerte Regulierung den Risiken einer solchen, der Menschenhand weitgehend entzo-

genen Handelspraxis, wie z. B. erhöhte Volatilität und Flash Crashes, aber auch dem Marktmissbrauch unter Ausnutzung von Geschwindigkeitsvorteilen, vorzubeugen.¹

Pflichten, Pflichten, Pflichten...

Die Relevanz des algorithmischen Handels im Sinne der MiFID II ergibt sich insbesondere aus den zahlreichen Folgepflichten, welche mit der gesetzlichen Regulierung einhergehen.

Eine für algorithmische Händler hohe Hürde stellt die Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz dar (§ 32 Abs. 1 KWG i.V.m. § 1 Abs. 1a Nr. 4d KWG). Händler, die mittels einer hochfrequenten, algorithmischen Handelstechnik arbeiten, qualifizieren sich mithin als Finanzdienstleistungsinstitute und bedürfen in der Folge einer Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsauf-

sicht (BaFin), welche indes mit weitreichenden Organisations- und Reporting-Verpflichtungen einhergeht. Begründet wurde diese – im Zuge des Hochfrequenzhandelsgesetzes eingeführte – Erlaubnispflicht u. a. mit den Risiken algorithmischer Handelstechniken.

Vor dem Hintergrund der mangelnden Einzelfallpraxis ist nicht ersichtlich, welche genauen Anforderungen die BaFin an ein Erlaubnisverfahren für algorithmische Händler stellen würde. Es ist in diesem Zusammenhang gesetzlich nicht explizit geregelt, wann der Erlaubnisantrag bei der BaFin nach Überschreitung der Schwelle zum algorithmischen Handel erfolgen muss und ob die BaFin während der Entscheidungsphase über Eingriffsrechte verfügt. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die BaFin hier, mangels Rechtsgrundlage, keine Sanktionen vornehmen wird,

sofern der Antrag unverzüglich nach absehbarer Schwellenüberschreitung gestellt wurde.²

Algorithmische Händler müssen zudem laut Wertpapierhandelsgesetz (§ 80 Abs. 2 WpHG) laufende Kennzeichnungspflichten erfüllen. So haben algorithmische Händler sowohl der BaFin als auch den jeweils zuständigen Organen der Börse (regelmäßig die Handelsüberwachungsstelle der jeweiligen Börse) das Betreiben algorithmischen Handels anzuzeigen. Für den Zeitpunkt der Anzeige gelten dieselben Ausführungen wie für die Erlaubnispflicht.³

Zu den weiteren Wohlverhaltenspflichten algorithmischer Händler gehören bspw. die chronologische Aufzeichnungspflicht (sog. „Taping“) algorithmisch generierter Handelsaufträge für insgesamt fünf Jahre und die Verpflichtung zu System- und Risikokontrollen, durch welche Unternehmen die Vereinbarkeit ihrer Handelsansätze mit dem regulatorischen Rahmen prüfen sollen.

Definition algorithmischer Handel

Für den Händler ist in der Praxis die Frage elementar, ab wann eine Handelstrategie als manueller oder algorithmischer Handel eingestuft wird. Dies ist eine Frage des Einzelfalls.

Zugrundezulegen ist in diesem Zusammenhang zudem, dass der europäische Gesetzgeber den Hochfrequenzhandel (HFT) als eine Unterkategorie des algorithmischen Handels (AT) einstuft und daher auf eine Definition des Hochfrequenzhandels in der MiFID II verzichtet hat.⁴

Bei der Definition des algorithmischen Handels ist das Kriterium der sogenannten „menschlichen Intervention“ entscheidend.

So definiert die MiFID II den algorithmischen Handel als „Handel mit einem Finanzinstrument, bei welchem ein Computeralgorithmus die einzelnen Auftragsparameter automatisch bestimmt, z. B. ob der Auftrag eingeleitet werden soll, Zeitpunkt, Preis bzw. Quantität des Auftrags oder wie der Auftrag

nach seiner Einreichung mit eingeschränkter oder gar keiner menschlichen Beteiligung bearbeitet werden soll, unter Ausschluss von Systemen, die nur zur Weiterleitung von Aufträgen zu einem oder mehreren Handelsplätzen, zur Bearbeitung von Aufträgen ohne Bestimmung von Auftragsparametern, zur Bestätigung von Aufträgen oder zur Nachhandelsbearbeitung ausgeführter Aufträge verwendet werden“ (Art. 4 Abs. 1 Nr. 39).

Zusätzlich zu dieser Legaldefinition fügt Erwägungsgrund 21 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 hinzu, dass der algorithmische Handel „Vorkehrungen“ umfassen soll, „bei denen das System in jeder Phase der Handelsprozesse, einschließlich der Phase der Initiierung, Generierung, dem Routen oder der Ausführung von Aufträgen, Entscheidungen trifft, die über die bloße Festlegung des Handelsplatzes oder der Handelsplätze, an den oder die der Auftrag übermittelt werden sollte, hinausgehen“.

Aus beiden Definitionen folgt somit, dass der algorithmische Handel Handelsansätze umfasst, bei denen lediglich eine eingeschränkte oder gar keine menschliche Beteiligung vorhanden ist. Das bedeutet, das Handelssystem bzw. der Handelsalgorithmus muss eigenständige Entscheidungen ohne menschliche Intervention treffen.

Das deutsche Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) setzt diese europäischen Definitionen um und legt hierbei ebenfalls einen Schwerpunkt auf das Nichtvorhandensein unmittelbaren menschlichen Eingreifens. Der deutsche Gesetzgeber lässt jedoch offen, wie viele Parameter denn nun ohne menschliches Eingreifen bestimmt werden müssen, um algorithmischen Handel zu begründen.

Während der Wortlaut des WpHG („einzelne Parameter“) die Vermutung zulässt, alle Parameter müssten automatisch bestimmt werden, spricht die abschließende Aufzählung von Beispielsparametern (in § 80 Abs. 2



S. 2 WpHG) nach herrschender Literatur für das Ausreichen einzelner automatisch bestimmter Parameter.⁵ Eine weitere Konkretisierung bleibt aus. Insofern bleibt unklar, wie viele Parameter erfüllt sein müssen und ob bei Vorliegen aller sonstigen Parameter eine menschliche Intervention ausreicht, um nicht dem Regelwerk des algorithmischen Handels zu unterfallen.

Vor dem Hintergrund der bestehenden Rechtsunsicherheit zur Definition und Klassifizierung des algorithmischen Handels setzen mehrere Börsen – wie etwa die Intercontinental Exchange in Atlanta – die europäischen Vorgaben in der Praxis um und definieren algorithmische Handelssysteme ebenfalls durch das Nichtvorhandensein menschlichen Zutuns.⁶

Da die regulatorischen Vorgaben zudem keine Erklärungen über den relevanten Zeitpunkt für das Vorliegen eines menschlichen Eingriffs oder dessen Intensität liefern, kommt zur Klärung dieser Fragen ein in den Wirtschaftswissenschaften überwiegend verfolgter Ansatz in Betracht. Demzufolge ist der relevante Zeitpunkt, bei dem ein menschliches Eingreifen vorliegen muss um eine Einstufung als algorithmischer Handel zu

vermeiden, der Zeitpunkt der Generierung der Order und nicht der Zeitpunkt der Orderplatzierung im Orderbuch oder der Orderübermittlung.

Dies folgt zum einen aus dem Umstand, dass der Zeitpunkt der Ordergenerierung für das „Ob“ der Orderentstehung maßgeblich ist und somit den zivilrechtlich relevanten Zeitpunkt der eigentlichen Kauf- / Verkaufentscheidung, die rechtlich bindende Willenserklärung, darstellt.

Zum anderen spielt der Zeitpunkt der Ordergenerierung und damit der Initiationsparameter aus teleologischer Sicht eine zentrale Rolle, da sonst die Order per se nicht existieren würde.

Diese Argumentation wird zudem durch die Wertung des Gesetzgebers zu den sogenannten Automated Order Routers (AORs) untermauert, die ein Indiz dafür darstellt, dass bei der Frage nach dem maßgeblichen Zeitpunkt des Vorliegens einer menschlichen Intervention der Blick vom Stadium der Orderausführung hin zum Stadium der Ordergenerierung gelenkt werden sollte.

So hat der europäische Gesetzgeber im Rahmen der Formulierung von Ausnahmen zum algorithmischen Handel im Sinne der MiFID II in Erwägungsgrund 22 der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 ausdrücklich vorgesehen, dass AORs vom algorithmischen Handel nicht umfasst sein sollen – hierbei handelt es sich lediglich um Algorithmen, die den späteren Handelsplatz bestimmen und keine weiteren Parameter der Order beeinflussen.

Dieser Systematik folgend fasst die britische Aufsichtsbehörde FCA (Financial Conduct Authority) zusammen, dass algorithmische Handelssysteme, die lediglich zur Weiter-

leitung von Orders an einen oder mehrere Handelsplätze, zur Verarbeitung von Orders ohne Festlegung von Handelsparametern, zur Bestätigung von Orders und zur Post-trade-Verarbeitung von ausgeführten Transaktionen dienen, nicht umfasst sind.

Aus Sicht der Börsen und Marktteilnehmer ist aber auch entscheidend, wie der algorithmische Handel in der Praxis identifiziert werden kann.

Die FCA schlägt den Unternehmen diesbezüglich vor, unter Berücksichtigung aller Aspekte ihres Geschäfts umfangreiche Analysen durchzuführen, um genau zu prüfen, wie die Handelsalgorithmen während der Handelsaktivitäten des Unternehmens verwendet werden.

Zur einfacheren Identifikation in der Praxis führt die FCA sodann zwei Beispielkategorien von Algorithmen an. Zum einen die „Anlageentscheidungsalgorithmen“, die typischerweise automatisierte Handelsentscheidungen treffen, indem sie bestimmen, welche Finanzinstrumente gekauft oder verkauft werden sollen, und zum anderen „Ausführungsalgorithmen“, die Auftragsausführungsprozesse mit der automatisierten Übermittlung von Aufträgen und Quotes an einen oder mehrere Handelsplätze optimieren.

Laut FCA fallen Anlageentscheidungsalgorithmen, welche keine Orders initiieren oder das Timing, den Preis oder die Menge einer Order beeinflussen, folglich nicht unter die Definition in MiFID II.

Auch wenn die FCA einige brauchbare Ansatzpunkte bietet, muss dennoch betont werden, dass die regulatorische Einordnung von Orders und Tools in der Praxis stark vom Einzelfall und der jeweiligen Jurisdiktion innerhalb der EU abhängt.

Problematik

Die zu erwartenden Folgen einer trotz aller Bemühungen weitgehend unklaren Rechtslage sind insbesondere auf der einen Seite wachsende Rechtsunsicherheit bei den Praktikern – die nicht abschätzen können, inwiefern deren Handelsansätze unter die gesonderte Regulierung fallen und mithin einer Erlaubnis- und Anzeigepflicht unterliegen – sowie auf der anderen Seite die geöffnete Tür zu einem weiten Ermessensspielraum der Aufsichtsbehörden.

So ist die Frage nach der Klassifizierung einiger Ordertypen als algorithmisch oder manuell durch die Definitionsschwäche der MiFID II derart umstritten und nicht abschließend geklärt, dass bei einzelnen Börsen mittlerweile eine uneinheitliche Praxis entstanden ist.

Dies zeigt sich beispielsweise an den der sogenannten „Iceberg Orders“. Hierbei handelt es sich um eine Orderart, bei der einzelne große Orders zwecks Nichtpreisgabe der Quantität bei gleichzeitiger Preisstabilisierung in kleinere Orders aufgeteilt werden. Während die Frankfurter Futures-Börse Eurex diese als kennzeichnungspflichtigen algorithmischen Handel einstuft, gilt dies so nicht bei der Leipziger European Energy Exchange (EEX). In der Konsequenz müssen Trader bei gleichem Produkt und gleichem Handelsansatz unterschiedliche Behandlungen befürchten und auf Basis unterschiedlicher Erlaubnisse agieren.

Die gleiche Schlussfolgerung lässt sich auch auf die häufig genutzten Stop Market- und Trailing Stop Orders übertragen, sowie auf diverse Order Tools, wie Randomizer und Splitter. Die logische Konsequenz dieser fortwährenden Rechtsunsicherheit ist zudem ein

viel zu großer Ermessensspielraum von Börsen und Aufsichtsbehörden. Diese können die bestehende Rechtsunsicherheit und den hieraus resultierenden rechtlichen „Graubereich“ dahingehend nutzen, Händlern im Rahmen ihrer „Einzelfallpraxis“ besonders restriktive regulatorische Rahmenbedingungen zu schaffen und eigenmächtig zu sanktionieren.

Während sich betroffene Händler also noch die Frage stellen, wie sie aus einem derart unübersichtlichen Konglomerat von Rechtsvorschriften erkennen sollen, ob sie denn nun die Schwellen zum algorithmischen Handel überschritten haben, und falls ja, wo sie dies dann melden sollen (bei der BaFin, bei der Börsenaufsichtsbehörde, bei der Handelsüberwachungsstelle der Börse oder doch beim Sanktionsausschuss?), stehen bereits die ersten Sanktionsbeschlüsse wegen nicht angezeigtem algorithmischen Handel zur gerichtlichen Prüfung an.

FAZIT

Die Börse ist im ständigen Wandel, und Algorithmen übernehmen zunehmend die Rolle von manuellen Händlern. Dem Schutz manueller Händler und einer verhältnismäßigen Beaufsichtigung algorithmischer Händler wird seitens der Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden jedoch in Teilen nicht ausreichend nachgekommen.

Dies zeigt sich insbesondere an den aufgezeigten Problemen rund um die unklare und praxisuntaugliche Definition des algorithmischen Handels in der MiFID II. Um hier mehr Rechtssicherheit für die Finanzmärkte zu schaffen, müssen der deutsche und der europäische Gesetzgeber konkretere und einfach umzusetzende und auch wirtschaftswissenschaftlichen Standards genügende Definitionen beschließen, die den Aufsichtsorganen bei ihrer Überwachungstätigkeit ein hinreichend klares Instrumentarium liefern. Eine Novellierung des deutschen Hochfrequenzhandelsgesetzes ist mithin dringend gefordert.

Autoren



Dr. Volker Baas, M.P.A. (Harvard), RA, ist Partner im Frankfurter Büro von GSK Stockmann, auf Bank-, Bankaufsichts- und Investmentrecht spezialisiert und berät in- und ausländische Mandanten im deutschen Rechtsumfeld.



Dipl. Jur. Mert Kilic, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Frankfurter Büro von GSK Stockmann und ist auf Bankaufsichts- und Börsenaufsichtsrecht spezialisiert.

- 1 Vgl. Deutscher Bundesrat, Drucksache 607/12 -10, S. 10.
- 2 BaFin, Häufige Fragen und Antworten zum alg. Handel und zum HFF (Stand: 17. Juli 2019), S. 6.
- 3 Schäfer, in: Heidel, Aktienrecht, 05. Aufl. 2019, § 80 WpHG, Rn. 219.
- 4 Deutscher Bundestag, Drucksache 17/11631, S. 18.
- 5 Meyer/Paetzel/Will, in: Kölner Kommentar WpHG, Aufl. § 33, Rn. 213a; vgl. auch BaFin, FAQs zum Hochfrequenzhandelsgesetz, 28.2.2014, Ziff. 35.
- 6 ICE, Trader Identification requirements FAQ, March 2017, S. 3.
- 7 Vgl. Gresser, Praxishandbuch Hochfrequenzhandel Band II, S. 117.
- 8 ESMA, Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, Dezember 2014, S. 343.