

MiFID III, ESMA & der algorithmische Handel

WIE GEHT ES MIT DER REGULIERUNG DES ALGORITHMISCHEN HANDELS WEITER?

Executive Summary

- Der Einsatz algorithmischer Börsenhandelsstrategien gewinnt stetig an Bedeutung.
- Daher stellt sich auch vor dem Hintergrund der jüngst geplanten Überarbeitungen der MiFID II die Frage, inwiefern die besonders interventionistische und in Teilen mangelbehaftete Regulierung des algorithmischen Handels Änderungen erfahren wird.
- Der jüngste ESMA-Bericht zum algorithmischen Handel lässt indes darauf schließen, dass Änderungen an der europäischen Regulierung des algorithmischen Handels aktuell nicht vorgesehen sind.

Ausgangslage

Der Börsenhandel befindet sich im stetigen technologischen Wandel. Einst geprägt durch auf dem Börsenparkett laut rufender Präsenzhändler, ist vom früheren Präsenzhandel heute nicht mehr viel übriggeblieben. Heute findet der Handel an fast allen Börsen der Welt vollelektronisch statt. Eine Ausprägung und technologische Fortentwicklung dieses vollelektronischen Börsenhandels stellt der sogenannte algorithmische Handel (engl.: „Algorithmic Trading“, „Automated Trading“ oder „Automatic Trading“, kurz: „AT“) dar. Dieser kennzeichnet sich durch einen hohen Grad an Automatisierung in Handelsprozessen.

Der Trend, hin zu algorithmischen Handelsstrategien, wird indes durch aktuelle Marktzahlen bestätigt. So soll der algorithmische Handel derzeit für die Abwicklung von mehr als 70 % der weltweiten Börsenhandelsvolumina verantwortlich sein.

Regulierung des algorithmischen Handels

Seit Inkrafttreten der novellierten, europäischen Finanzmarktrichtlinie („MiFID II“) ist der algorithmische Handel in allen Mitgliedsstaaten der europäischen Union einem besonders strengen Aufsichtsregime unterworfen. Regelungen zum algorithmischen Handel finden sich im Richtlinienentwurf selbst (Art. 4 Abs. 1 Nr. 39, 17, 18, 48 Abs. 6, Abs. 10 MiFID II), welche größtenteils mit dem 2. Finanzmarktnovellierungsgesetz („FinMaNoG“) ins deutsche Recht umgesetzt wurden (z.B. in den §§ 80 Abs. 2, Abs. 3, 72 Abs. 1 S. 1 Nr. 10 WpHG oder in den §§ 16 Abs. 2 Nr. 3, 26a, 26b, 26d BörsenG) sowie in den delegierten Rechtsakten zur MiFID II (siehe ua. Art. 18, 19 Del. VO. EU 2017/565 sowie die Del. VO EU 2017/589).

Anwendungsbereich der Regulierung

Der Anwendungsbereich der Regulierung des algorithmischen Handels ergibt sich aus einer entsprechenden (Legal-)Definition des Terminus „algorithmischer Handel“ in Art. 4 Abs. 1 Nr. 39 MiFID II bzw. dessen deutscher Umsetzungsnorm (§ 80 Abs. 2 S. 1 WpHG). Konkretisierungen zur Definition finden sich in Art. 18 Del. VO EU 2017/565 sowie § 80 Abs. 2 S. 2 WpHG.

Aus diesem Konglomerat komplexer Normen folgt – wenig hilfreich –, dass der algorithmische Handel als „Handel mit einem Finanzinstrument definiert wird, 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.

Die Gesetzgeber ließen im Rahmen dieses sehr weiten Wortlauts diverse und höchst praxisrelevante Fragen zur sachlichen, räumlichen und persönlichen Anwendbarkeit der Regulierung des algorithmischen Handels unbeantwortet. Hinzu kommt, dass Teile der Definition des algorithmischen Handels durch den europäischen Gesetzgeber im Widerspruch zur Börsenpraxis und wirtschaftswissenschaftlichen Literatur stehen. Dies erlaubt Aufsichtsbehörden regelmäßig einen weiten Spielraum bei der Beurteilung der Frage, was algorithmischer Handel ist. Aber Vorsicht: Die rechtsanwaltliche Praxis zeigt, dass eben nicht jede computerunterstützte Börsenhandelsstrategie zugleich auch algorithmischen Handel im Sinne der Regulierung darstellt, sondern dass es stets auf eine aufsichtsrechtliche Prüfung im Einzelfall ankommt!

Der Hochfrequenzhandel

Der Hochfrequenzhandel stellt einen speziellen Unterfall des algorithmischen Handels dar, welcher in Art. 4 Abs. 1 Nr. 40 MiFID II, Art. 19 Del.VO 2017/565 sowie § 2 Abs. 8 Nr. 2 lit. d) WpHG und § 2 Abs. 2 Nr. 10 lit. d) WpIG (legal-)definiert wird. Demnach handelt es sich hierbei um eine Infrastruktur zur Minimierung von Latenzen, die Vorrichtungen für die Eingabe algorithmischer Aufträge aufweist, die Entscheidung des Systems über die Einleitung, das Erzeugen, das Weiterleiten oder die Ausführung eines Auftrags ohne menschliche Intervention, und ein hohes untertägliches Mitteilungsaufkommen in Form von Aufträgen, Quotes oder Stornierungen, gekennzeichnet ist.

Pflichten algorithmischer Händler

Aus der Regulierung des algorithmischen Handels ergeben sich zahlreiche regulatorische Pflichten für algorithmisch handelnde Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Handelsteilnehmer, welche allesamt u.a. auf die Sicherung von Marktstabilität sowie insbesondere die Verhinderung von Marktmanipulation (z.B. durch „Lay-

ring und Spoofing“) abzielen. Zum Pflichtenkatalog der Regulierung gehören:

- Auskunftspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden aus § 6 Abs. 4 WpHG, § 3 Abs. 4 S. 4 Nr. 5 BörsG und § 7 Abs. 3 BörsG
- Eine Erlaubnispflicht für Hochfrequenzhändler aus § 2 Abs. 2 Nr. 10 lit. d) S. 1 WpIG bzw. §§ 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 4 lit. d), 32 Abs. 1 KWG
- System-, Risikokontroll-, Anzeige- und Aufbewahrungspflichten aus den §§ 80 Abs. 2 S. 3 – S. 5, Abs. 3 WpHG, Art. 17 MiFID II sowie insbesondere der Del. VO 2017/589 (auch „RTS 6“), welche neben einer Echtzeitüberwachung und der Implementierung von Notfallvorkehrungen („Contingency Planning“) vor allem auch die Installation einer „Kill Switch“ vorsehen
- Eine Kennzeichnungspflicht aus § 16 Abs. 2 Nr. 3 BörsG bzw. § 72 Abs. 1 S. 1 Nr. 10 WpHG

Auswirkungen einer etwaigen MiFID III

Vor dem Hintergrund dieses besonders interventionistisch und komplex ausgestalteten Regulierungsregimes ist für die Börsenpraxis die Frage, inwiefern die jüngst geplanten Änderungen an der MiFID II auch Auswirkungen auf die derzeitige Regulierung des algorithmischen Handels haben könnte, besonders relevant. So hatte die Europäische Kommission schließlich bereits am 25. November 2021 einen Vorschlag zur umfassenden Änderung der MiFID II präsentiert. Vorgesehen sind aktuell unter anderem eine Ausweitung des Sanktionsregimes sowie gesteigerte Aufsichtspflichten für einzelne Marktakteure, wie z.B. systematische Internalisierer.

Den Befürchtungen hinsichtlich einer zeitgleichen Änderung der Regulierung des algorithmischen Handels schiebt indes – jedenfalls noch – die europäische Aufsichtsbehörde ESMA einen Riegel vor. In ihrem Bericht zum algorithmischen Handel vom 29. September 2021 führte diese nämlich aus, dass spezifische Änderungen an der Regulierung des algorithmischen Handels nicht



nötig seien und die Regulierung vielmehr ihr Ziel erreicht habe. Dies erleichtert und enttäuscht zugleich. Zum einen erfreut die Praxis, da jedenfalls eine (weitere) Verschärfung der europäischen Regulierung des algorithmischen Handels somit nicht erfolgen dürfte. Zum anderen erweist sich die Entscheidung der ESMA, auf eine Anpassung der Regulierung nicht hinzuwirken, jedoch auch als enttäuschend. Schließlich wären sodann weder Erleichterungen noch Korrekturen der derzeitigen Regulierung (z.B. in Bezug auf ihre Defizite, namentlich der zu weite Anwendungsbereich oder die zu umfangreichen und komplexen Pflichten) vorgesehen.

Die letztendliche Entscheidung des europäischen Gesetzgebers hinsichtlich einer Anpassung der Regulierung des algorithmischen Handels sowie die künftigen Entwicklungen auf dem Gebiet des algorithmischen Handels bleiben in der Börsenpraxis mithin mit Spannung abzuwarten. Unseren Mandanten stehen wir in der Zwischenzeit weiter mit Tat und Rat zu Fragen des Börsenrechts sowie der aufsichtsrechtlichen Behandlung algorithmischer Handelsstrategien zur Seite.

Dr. Volker Baas, M.P.A. (Harvard)

Rechtsanwalt

Standort Frankfurt am Main

volker.baas@GSK.de

Mert Kilic

Rechtsanwalt

Standort Frankfurt am Main

mert.kilic@GSK.de



Urheberrecht

GSK Stockmann – Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK Stockmann

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
T +49 30 203907-0
F +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
T +49 6221 4566-0
F +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

FRANKFURT/M.

Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt am Main
T +49 69 710003-0
F +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
T +49 89 288174-0
F +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

HAMBURG

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
T +49 40 369703-0
F +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

LUXEMBURG

GSK Luxembourg SA
44, Avenue John F. Kennedy
L-1855 Luxembourg
T +352 271802-00
F +352 271802-11
luxembourg@gsk-lux.com



YOUR PERSPECTIVE.

GSK.DE | GSK-LUX.COM