

# Market Abuse Regulation – höhere Aufwände und steigende Komplexität

Die Implementierung der ab Mitte 2016 gültigen Market Abuse Regulation (MAR) zeigt, dass die nunmehr regulatorisch geforderte Schließung bisheriger Lücken innerhalb der Marktmissbrauchsprävention mit erheblichen organisatorischen wie systemseitigen Anstrengungen einhergeht.

Die Ursache hierfür liegt hauptsächlich in der Ausweitung des Monitorings auf weitere Marktteilnehmer, Finanzprodukte und Parameter.

Die regulatorische Zielsetzung der MAR bestand im Zuge der letzten Finanzkrise darin, Transparenz und Gleichbehandlung von Marktteilnehmern zu gewährleisten, die Marktintegrität zu stärken sowie zur europäischen Harmonisierung der Vorschriften zur Marktmissbrauchsprävention beizutragen. Als zusätzlicher Impuls für die Novellierungen der regulatorischen Anforderungen hinsichtlich der Marktmissbrauchsüberwachung gelten zudem die sich verändernden Marktgegebenheiten, welche u. a. durch neue Marktformen sowie teils noch immer intransparente Finanzinstrumente geprägt bleiben.

Gemeinsam mit der neuen, mittels länderspezifischem Recht zu implementierenden Market Abuse Directive (MAD II) sowie im Zusammenspiel mit der Richtlinie und der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II bzw. MiFIR) und der Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation (CRIM-MAD) löst die MAR unmittelbar die erste europäische Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD I) von 2003 sowie langfristig die jeweiligen nationalen Gesetze – in Deutschland vor allem das WpHG – ab.

## Erheblicher Mehraufwand zur Identifikation von Marktmissbrauch

Doch wo genau liegen die Schwerpunkte der ab dem 3. Juli 2016 umzusetzenden MAR? Sie beinhaltet zahlreiche neue Aspekte, von denen zwar nicht alle, aber doch einige künftig in der Genossenschaftlichen FinanzGruppe Anwendung werden finden müssen. Darunter befinden sich

etwa verschärfte Sanktionsmaßnahmen bei Verstößen gegen das Gebot der Marktmissbrauchsprävention, die Berücksichtigung der Entstehung von Marktgerüchten und die zeitliche „Streckung“ für das Vorliegen strafrelevanter Insiderinformationen. Der tatsächliche operative Mehraufwand liegt jedoch vor allem in der Ausweitung des Überwachungsfokus auf die folgenden vier Bereiche:

- ▶ Ausweitung der systematischen Order-Analyse auf alle Marktteilnehmer (bisher nur Mitarbeitergeschäfte),
- ▶ Identifikation und Reporting verdächtiger Orders neben verdächtigen Transaktionen,
- ▶ Aufnahme weiterer Handelsplätze und Finanzinstrumente sowie
- ▶ Änderungen und Stornierungen als möglicher Indikator für Insidergeschäfte.

Ein erheblicher Überwachungsmehraufwand entsteht im Zuge des neuen MAR-Regimes dadurch, dass somit nicht mehr ausschließlich Transaktionen ins Monitoring-Spektrum rücken, sondern zusätzlich alle Orders, die einem Handelssystem zugeführt werden. Allein diese Erweiterung des Überwachungsspielfeldes sorgt dafür, dass die „Trefferlisten“ um eine hohe Anzahl von Positionen erweitert werden und manuelle Kontrollen der Compliance-Officer durch technische Kontrolle – so der Regulator – ersetzt werden müssen. Das erfordert zwingend die Ausdehnung bisheriger Indizien um neue Kriterien, aber auch die Ausdehnung der Indizien auf alle Marktteilnehmer und auf Transaktions- und Orderdaten nach bestimmten Kriterien.

Mit der MAR geht ferner eine erhebliche Intensivierung der Überwachung auf weitere Finanzinstrumente und Handelsplätze einher. Dies war aus regulatorischer Sicht geboten, um den kommerziellen und technologischen Entwicklungen moderner Finanzmärkte zu entsprechen. In der

Praxis fand und findet vermehrt eine Verlagerung von Handelsaktivitäten von traditionellen Börsen hin zu alternativen Plattformen statt. Deshalb sind die Prämissen der herkömmlichen Transaktionsüberwachung zu modifizieren. Spätestens mit Inkrafttreten der MiFIR besteht z. B. auch für genossenschaftliche Kreditinstitute das erhöhte Risiko – im Falle von Eigenemissionen oder je nach Fondsvertriebsmodell –, als systematischer Internalisierer zu gelten. Durch die MAR erfolgt eine Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Geschäfte und Aufträge, die über sämtliche von der MiFID II und der MiFIR erfassten Handelsplätze, folglich auch über multilaterale (MTF) und andere organisierte Handelssysteme (OTF), abgewickelt werden. Auch der deutsche Freiverkehr einschließlich seiner verschiedenen Qualitätssegmente unterliegt künftig vollständig dem neuen Marktmissbrauchsregime um die MAR, ebenso wie OTC-Geschäfte, also der außerbörsliche Handel zwischen Finanzmarktteilnehmern. Neben dem zusätzlichen Spektrum an Handelsplätzen haben zukünftige Monitoringinitiativen der Institute ferner weitere Finanzinstrumente wie Derivatekontrakte, derivative Finanzinstrumente, Commodity-Spot-Kontrakte oder Emissionszertifikate zu inkludieren.

#### AUTOR UND ANSPRECHPARTNER



**Christian Pilgrim**  
Advisory, EMEA Financial Services,  
Risk, Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,  
E-Mail: christian.pilgrim@de.ey.com

Darüber hinaus wurden die dem Tatbestand der Nutzung einer Insiderinformation zuzuordnenden Indizien um einen in der Praxis mit erheblichem Aufwand verbundenen Aspekt erweitert: Künftig ist ein erhöhtes Augenmerk darauf zu legen, ob im Zusammenhang mit Orders oder Transaktionen auffällige Stornierungen oder Änderungen zu verzeichnen sind, die einen Verdacht auf die Nutzung von Insiderinformationen zulassen.

#### Kluges Zusammenspiel von Technik und Analyse notwendig

Nicht zuletzt die im Anhang der MAR dargestellten Indikatoren für manipulative Handlungen unterstreichen, dass Institute den Überwachungsaufwand künftig nicht mehr ohne eine wirksame technische Infrastruktur bewältigen können.

Eine technische Abbildung von verdächtigen Markthandlungen kann jedoch immer nur ein erster Schritt auf dem Weg der Identifizierung von Marktmissbrauch sein. Darüber hinaus gilt es, den technischen Output in einem zweiten Schritt zu untersuchen. Dabei ist die Essenz der als Marktmissbrauch zu identifizierenden Transaktionen sowie Orders herauszukristallisieren und schließlich den Aufsichtsbehörden zu melden.

Um den manuellen Aufwand so gering wie möglich, jedoch gleichzeitig so ausführlich wie notwendig zu gestalten, ist es von Vorteil, die technische Überwachung durch geeignete Algorithmen zu spezifizieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass hauptsächlich kritische Transaktionen und Orders auf Überwachungslisten auftauchen, muss maximiert werden (vgl. hierzu auch den Beitrag von Andreas Marbeiter, S. 20).

#### Fazit

Die Anforderungen der MAR beinhalten eine erhebliche Expansion des Überwachungsumfangs. Die Inklusion weiterer Handelsplattformen und Finanzinstrumente, vor allem jedoch die künftige Berücksichtigung von sämtlichen Wertpapierorders neben tatsächlichen Transaktionen sowie die zusätzlich geforderte Fokussierung auf Stornierungen und Änderungen stellt Institute in naher Zukunft vor große Herausforderungen. Sie werden lediglich mit adäquater technischer Monitoring-Infrastruktur zu bewältigen sein. ■