

► **WpHG-Compliance**

Marktmissbrauch – ein Praxisbericht

Die Herausforderungen der Marktmissbrauchsüberwachung am Beispiel der CureVac-Aktie

Die Überwachung von Marktmissbrauch erfolgt auf mehreren Ebenen des Wertgeschäftes.

Die BaFin und die Handelsüberwachungsstellen übernehmen aus einer übergeordneten Perspektive die Überwachung sämtlicher Wertpapiertransaktionen. Dort laufen die Daten aller Geschäfte zusammen.

Unterhalb dessen ist darüber hinaus auf der untergeordneten Ebene verpflichtet, die Wertpapiergeschäfte, die über sie abgewickelt werden, systematisch zu überwachen. Der Blickwinkel auf die Transaktionsdaten ist auf dieser Ebene deutlich eingeschränkt, da die Bank regelmäßig nur die eigene Seite des Geschäfts (Kauf oder Verkauf ihrer Kunden) kennt.

Sofern eine Bank die Wertpapiergeschäfte nicht selbst an einem Handelsplatz ausführt, sondern eine weitere Bank, eine Zentralbank oder einen Wertpapierdienstleister dazwischen einschaltet, werden die gleichen Wertpapieraufträge von diesen ebenfalls systematisch analysiert. Auf dieser mittleren Ebene erfolgt die Überwachung gleichwohl immer mit der Perspektive der zur Verfügung stehenden Daten – aber dort bereits mit einem breiteren „Sichtfeld“ aller verarbeiteten Wertpapiergeschäfte gegenüber der unteren Ebene.

Inhaltlich erstreckt sich die Überwachungspflicht auf drei Bereiche:

- Marktmanipulation,
- Insidergeschäfte,
- die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. (Erwägungsgrund 7 der MAR)

In diesem Artikel soll auf die Überwachung von Insidergeschäften an einem Beispiel der jüngeren Vergangenheit näher eingegangen werden.

Definition und Hintergründe des Insiderhandelsverbotes

Was genau ist ein Insidergeschäft?

„Das wesentliche Merkmal von Insidergeschäften ist ein ungerechtfertigter Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen, und infolgedessen in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren.“ (Erwägungsgrund 23 der MAR)

Im Wesentlichen ist eine Insiderinformation durch zwei Kriterien definiert:

1. eine (noch) nicht öffentlich bekannte (präzise) Information,
2. die bei Bekanntwerden den Kurs der Aktie beeinflussen wird.

In Art. 7 MAR ist die Insiderinformation genau definiert und weitere ausführliche Informationen sind im Emittentenleitfaden der BaFin im Modul C zu finden. (https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_2/kapitel1_2_node.html)

Die BaFin schreibt hierzu auf ihrer Internetseite: „Insiderinformationen zu nutzen ist verboten und strafbar. Um Insiderhandel auf die Spur zu kommen, wertet die Wertpapieraufsicht Daten über alle Wertpapiergeschäfte aus, die zum Beispiel Banken melden müssen; sie analysiert zudem Ad-hoc-Mitteilungen und geht Hinweisen Dritter nach.“

Ein Insider weiß von nicht öffentlich bekannten Umständen rund um börsennotierte Unternehmen, die sich erheblich auf den Preis auswirken können – etwa weil er aufgrund seines Berufs an diese Insiderinformation gelangt ist. So kann eine Insiderinformation das Wissen darum sein, dass bei einem börsennotierten Unternehmen eine Kapitalmaßnahme oder der Erwerb einer wesentlichen Beteiligung bevorstehen.

Doch jeder, der seine Insiderkenntnisse für sich oder andere verwendet und daraufhin Wertpapiere kauft oder verkauft bzw. daraufhin schon aufgebene Aufträge ändert oder storniert, macht sich strafbar – unabhängig davon, auf welche Weise er

von der Insiderinformation erfahren hat. Verboten ist es auch, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt weiterzugeben, ihn auf der Grundlage einer Insiderinformation zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers zu verleiten oder ihm eine entsprechende Empfehlung zu geben.“ (https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Marktmissbrauch/Insiderueberwachung/insiderueberwachung_node.html)

Transparenzpflicht (Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR)

Um die Fälle zu reduzieren, in denen kursbeeinflussende Informationen nur einem kleinen Kreis bekannt sind, besteht die Verpflichtung, solche Informationen unverzüglich offenzulegen.

„Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist es, einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu erreichen, damit sich keine unangemessenen Kurse aufgrund fehlerhafter oder unvollständiger Unterrichtung des Marktes bilden. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht dient daher dem Interesse des gesamten Anlegerpublikums, sichert die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und schafft gleiche Chancen durch Transparenz. Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität ist gleichzeitig eine wichtige Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen.“ (https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_3/Kapitel1_3_1/kapitel1_3_1_node.html)

Beispielfall CureVac Juni 2021

Nun ist eine Ad-hoc-Meldung einer Aktiengesellschaft an sich nichts Besonderes und Kursbewegungen nach einer solchen Meldung sind ebenfalls nichts Ungewöhnliches.

Vor dem Hintergrund der aktuellen SARS-CoV-2-Epidemie erlangte die Ad-hoc-Meldung des Impfstoffentwicklers CureVac AG ein größeres Interesse in der Öffentlichkeit.

Die Ad-hoc-Meldung vom 16. Juni 2021 enthielt eine Information zu einem Studienergebnis, das nicht die erhoffte Wirksamkeit gegen den SARS-CoV-2-Erreger erbrachte. Von den Marktteilnehmern wurde diese Veröffentlichung überwiegend negativ aufgenommen, was zu einem erheblichen Kursverlust der Aktie führte.

In der Presse wurde am 21. und 22. Juni 2021 darüber berichtet, dass die BaFin Untersuchungen zu möglichen Insiderverhalten im Zusammenhang damit eingeleitet habe.

Nun ist auch das nichts Ungewöhnliches, denn wie oben schon beschrieben ist es eine der laufenden Aufgaben der BaFin,

das Marktgeschehen auf verbotene Geschäfte im Zusammenhang mit Ad-hoc-Mitteilungen zu analysieren. Die BaFin (und die Handelsüberwachungsstellen der Börsen) können hierbei auf sämtliche Geschäfte zugreifen.

Konkrete Überwachungsansätze auf Ebene der Bank

Wie stellt sich nun die Überwachung aus der Perspektive einer depotführenden Bank dar?

Nicht nur auf Ebene der Bank, sondern ganz grundsätzlich besteht die Herausforderung bei der systematischen Marktmissbrauchsüberwachung darin, dass zunächst nur Daten über Wertpapieraufträge vorliegen. Über eine mögliche strafbare Motivation des Auftraggebers gibt es keinerlei Informationen. Um eine sinnvolle Überwachung überhaupt durchführen zu können, müssen daher zunächst aus allen Transaktionen diejenigen herausgefiltert werden, bei denen es möglicherweise „nicht mit rechten Dingen vor sich gegangen ist“.

Diese Aufgabe wird wegen der Vielzahl von Transaktionen in der Regel durch ein IT-gestütztes System durchgeführt. Das System benötigt eine Vorgabe – einen Ausgangspunkt –, nach welchen Kriterien es bestimmte Wertpapiergeschäfte anzeigen soll.

Die Insiderüberwachung im Zusammenhang mit einer Ad-hoc-Meldung kann nun aus zwei Richtungen erfolgen.
A. Ausgangspunkt: **Ad-hoc-Meldung** und darauffolgender Untersuchung aller in diesem Wert stattgefundenen Transaktionen auf Kenntnis über mögliche Insidersituation des Auftraggebers für dieses Wertpapier
oder

B. Ausgangspunkt: **Kenntnis über mögliche Insidersituation** eines Auftraggebers für ein bestimmtes Wertpapier (Emitenten) und darauffolgende Untersuchung, ob ein Handel im Zusammenhang mit einer Ad-hoc-Meldung erfolgt ist.
Diese beiden Untersuchungsrichtungen klingen zunächst identisch, unterscheiden sich jedoch erheblich in Untersuchungsaufwand und Trefferwahrscheinlichkeit.

Am Beispiel der oben genannten Ad-hoc-Meldung der CureVac-Aktien stellt sich diese Situation wie folgt dar: >

Variante A

In Variante A werden zunächst alle Käufe, Verkäufe, Auftragserteilungen, Limitänderungen, Stornierungen in der CureVac-Aktie im Überwachungssystem angezeigt, die in einem bestimmten Zeitraum (Stunden, Tage, Wochen) vor der Ad-hoc-Meldung im System vorhanden sind (ab der Veröffentlichung handelt es sich nicht mehr um eine Insidersituation).

Alle diese Geschäfte müssen nun manuell daraufhin untersucht werden, ob es aus Sicht der Bank Hinweise darüber gibt, dass dieses Geschäft unter Ausnutzung einer nicht öffentlichen Information getätigt worden ist.

Im Falle der CureVac-Aktie zeigten sich in den Kursverläufen vor der Ad-hoc-Meldung vom 16. Juni 2021 zwei weitere auffällige Handelstage. Jeweils am 8. und am 11. Juni 2021 zeigten sich an den Börsen bereits erhöhte Verkaufsumsätze. Wir haben daher unser Überwachungssystem sämtliche Transaktionen vom 7. bis zum 16. Juni 2021 auswerten lassen und uns alle Geschäfte mit der CureVac-Aktie anzeigen lassen. Auch in diesen bankindividuellen Überwachungslisten zeigte sich das gleiche Bild der erhöhten Umsätze am 8. und 11. Juni 2021.

Unsere weitergehende Recherche ergab, dass es sich hierbei nicht um „massenhafte“ Insidergeschäfte handelte, sondern dass es in der Presse am 8. und am 11. Juni 2021 erste Hinweise gegeben hatte, dass die Erwartungen einer baldigen Zulassung eines Impfstoffes unklar seien.

Aus dem Handelsverhalten ergab sich daher kein Insiderverdacht, da es schon vor der Ad-hoc-Meldung öffentlich verfügbare Informationen gab, die eine Verkaufsentscheidung plausibel machten.

Zusätzlich wurden sämtliche angezeigten Transaktionen daraufhin geprüft, ob aus der Kundenbeziehung eine Verbindung zur Firma CureVac bekannt ist. Dies konnte besonders bei regionalen Banken in der Nähe des Sitzes der Firma relevant sein.

Auffälligkeiten, die den Verdacht eines Insidergeschäfts nahelegten, ergaben sich auch hieraus nicht.

Hierzu muss darauf hingewiesen werden, dass die Bank bei der Analyse der angezeigten Treffer nicht zu einer weitergehenden „detektivischen“ Nachforschung verpflichtet ist. Es genügt, wenn die Beurteilung anhand der vorliegenden Tatsachen erfolgt.

Variante B

Bei Variante B setzt die gezielte Überwachung bereits viel früher an und nutzt hierzu Werkzeuge der gezielten Insiderüberwachung.

Gemäß Art. 29 Abs. 1 der delVO 565/2017 muss die Bank im Rahmen der Überwachung der Wertpapiergeschäfte der eigenen Mitarbeiter angemessene Vorkehrungen treffen, um zu verhindern, dass Mitarbeiter Insidergeschäfte tätigen. Zu diesen Vorkehrungen zählt eine Informationspflicht durch jeden Mitarbeiter an die Compliance-Funktion über bekannte potenzielle Insidersachverhalte (siehe auch MaComp BT 2.3 Nr. 2).

Solche Informationen können sich aus der Geschäftsbeziehung zu Einzelpersonen oder zu Firmenkunden ergeben. Beispielsweise aus dem Beratungsgespräch mit einem Vorstand oder sonstigem Entscheider einer Aktiengesellschaft (Insider gemäß Art. 18 MAR) oder der Kreditvergabe für eine börsennotierte Firma und vielen weiteren Szenarien. Üblicherweise führt die Compliance-Funktion regelmäßig konkrete Abfragen bei den Mitarbeitern durch, ob ihnen potenzielle Insidersituationen bekannt sind.

Sofern dies der Fall ist, müssen diese Situationen einer systematischen Überwachung zugeführt werden.

Dies geschieht mithilfe gezielter Überwachungslisten („watchlist“).

Durch diese Listen können gezielt alle Transaktionen einer Aktie angezeigt werden, wenn für diese Aktiengesellschaft eine potenzielle Insidersituation bekannt ist. Eine Überwachung ist hier übrigens inklusive Underlying möglich, also inklusive Derivaten, deren Basiswert die Aktie ist.

Sofern sich die bekannt gewordene Insidersituation auf eine konkrete Person bezieht, können alle Geschäfte dieser Person auf einer gesonderten Überwachungsliste angezeigt werden. Diese Überwachungsliste ermöglicht insbesondere die Überwachung der Indizien aus dem Teil B der Anlage zur MAR (informationsgestützte Marktmanipulation), ist aber auch ein wirksames Mittel zur gezielten Überwachung sonstiger personenabhängiger Insidersachverhalte.

Und natürlich können beide Faktoren auch kombiniert werden und gezielt nur die Wertpapiergeschäfte einer Person in einem bestimmten Wert angezeigt werden.

Sofern dann zukünftig auf den erstellten Überwachungslisten Wertpapiergeschäfte angezeigt werden, ist bei der Beurteilung sofort bekannt, aus welchem Grund der Eintrag auf der

AUTOR UND ANSPRECHPARTNER

Marc Linnebach

Leiter WpHG-Compliance,
E-Mail: marc.linnebach@
dz-cp.de



Überwachungsliste erfolgt ist, und das Wertpapiergeschäft kann vor diesem Hintergrund bewertet werden.

Für den Beispielfall der CureVac-Aktie wäre daher nur dann ein Treffer auf der Liste, wenn vorab im Hause bekannt wäre, dass ein Kunde bei CureVac (in einer entscheidungsrelevanten Position) arbeitet oder in einer sonstigen Insidersituation zu CureVac steht.

Um den **Unterschied der zwei Varianten A und B** nochmals zu verdeutlichen:

In Variante A erhält man zunächst sämtliche Wertpapiergeschäfte, die in einem zeitlichen Zusammenhang mit einer Ad-hoc-Meldung auftreten. All diese Geschäfte müssen dann bewertet werden und die Beurteilung muss dokumentiert werden. Die Beurteilung hat danach zu erfolgen, ob Umstände erkennbar sind, dass ein Geschäft auf einer Insidersituation basiert.

In Variante B erhält man lediglich diejenigen Wertpapiergeschäfte, bei denen die Umstände bereits bekannt sind, dass möglicherweise eine Insidersituation bestehen könnte. Nur diese Geschäfte müssen dann entsprechend bewertet werden und die Beurteilung muss dokumentiert werden.

Fazit

In der täglichen Arbeit der Trefferbearbeitung sind die meisten der zur Beurteilung angezeigten Treffer sogenannte „Fehlanzeigen“ oder „false positives“. Die Beurteilung dieser Treffer ergibt also keinen begründeten Verdacht. Eine Verdachtsmeldung an die BaFin ist daher relativ selten. Dennoch bedeutet jeder angezeigte Treffer viel Aufwand, da er bewertet und dokumentiert werden muss. Umso wichtiger ist eine risikoorientierte Vorgehensweise, die sicherstellt, dass nur diejenigen Wertpapiergeschäfte angezeigt werden, bei denen sich eine weitergehende Beurteilung lohnt.

Wir nutzen dieses Überwachungssystem sowohl für die Mandate, bei denen wir die Aufgabe des Compliance-Beauftragten übernommen haben, als auch für die Mandate, für die wir nur die Trefferbeurteilung (MAR kompakt PLUS) zur Entlastung der Compliance-Funktion durchführen. Aus dieser Erfahrung von Tausenden von Geschäften täglich halten wir den Ansatz der Variante A für wenig zielführend, da sie eine Überwachung nach einem „Gießkannenprinzip“ darstellt.

Die Variante B nutzt effizient die sowieso erforderlichen Überwachungswerkzeuge und setzt so das maßgebliche Entscheidungskriterium, ob es eine mögliche Insidersituation gibt, an die erste Stelle. ■