CENTRE DE DROIT
BANCAIRE ET FINANCIER

Umgang mit Risiken

IOSCO bereitet Rahmen für die Praxis des Pre-Hedging vor

Par Vaïk Müller le 29 November 2024

Am 21. November 2024 veröffentlichte die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) eine Konsultation über die sogenannte*Pre-Hedging-Praxis*.

Pre-hedging* vs. *Front-running

Pre-Hedging muss vom *Front-Running* unterschieden werden, einer verbotenen, weil unfairen Praxis. Beim *Front-Running* führt ein Finanzinstitut Eigengeschäfte vor den Geschäften eines Kunden zum Nachteil des Kunden aus, um künftige Kursschwankungen zu seinen Gunsten auszunutzen.

Im Gegensatz zum *Front-Running* ermöglicht *Pre-Hedging* den Wertpapierhäusern, ihr Engagement in Kundenaufträgen im Voraus abzusichern. *Pre-Hedging* ist ein Instrument des Risikomanagements. Trotz seines *auf den ersten Blick* legitimen Charakters wirft das *Pre-Hedging* jedoch einige regulatorische Fragen auf.

Situation in Europa und international

In Europa führte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) zwischen Juli und September 2022 eine öffentliche Konsultation zu dieser Praxis durch, um ihre Zulässigkeit im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung (EU) Nr. 596/2014), der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Richtlinie 2014/65/EU) und der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (Verordnung (EU) Nr. 600/2014) zu bewerten.

Am 12. Juli 2023 kam die ESMA in ihrem Abschlussbericht zu dem Schluss, dass diese Praxis zu Interessenkonflikten oder missbräuchlichen Verhaltensweisen führen könnte, ohne jedoch ein Verbot für erforderlich zu halten.

Am 26. Juli 2024 veröffentlichte der Financial Market Standards Board (FMSB) eine Studie (*spotlight review*) über *Pre-Hedging*, die illustrative Fallstudien enthält, in denen bewährte Praktiken in diesem Bereich beschrieben werden. Die Beispiele des FMSB konzentrieren sich auf *Pre-Hedging-Praktiken*, die für die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere (*fixed income*), Währungen (*currencies*) und ETFs spezifisch sind, sowie auf Risikomanagement-Aktivitäten im Zusammenhang mit Neuemissionen von*Zinsswaps (interest rate swaps*).

Definition der IOSCO

In ihrer Konsultation schlägt die IOSCO vor, die Praxis des *Pre-Hedging* auf der Grundlage der folgenden fünf kumulativen Bedingungen zu definieren :

1. Das *Pre-Hedging* wird von einem Wertpapierhaus (*Dealer*) umgesetzt.
2. Diese Durchführung steht im Einklang mit den geltenden Regeln.
3. Das Wertpapierhaus führt die Transaktionen ausschließlich auf eigene Rechnung aus (*principal*). Wenn das Risiko vom Kunden getragen wird, entspricht das *Pre-Hedging-Geschäft* keiner Risikomanagement-Logik.
4. Die Transaktionen werden nach dem vorherigen Erhalt von Informationen über ein Kundengeschäft, aber vor der Zustimmung oder Annahme der*Quotierung*(*Quote*) durch den Kunden oder seinen Vertreter ausgeführt.
5. Transaktionen werden ausgeführt, um die mit der (erwarteten) Kundentransaktion verbundenen Risiken zu mindern.

Interessanterweise basiert die Definition der IOSCO weitgehend auf der Definition der ESMA, die wiederum von der FSMB übernommen wurde. Die Begriffe Kundeninteresse (*benefit*) oder Erleichterung der Transaktion sind dagegen *streng* genommen nicht Teil dieser Definition, da diese Elemente eher im Empfehlungsteil der Konsultation behandelt werden.

Empfehlungen der IOSCO

Auf der Grundlage dieser Definition schlägt die IOSCO im Wesentlichen mehrere Empfehlungen vor, die einen Rahmen für die von Wertpapierhäusern durchgeführten *Pre-Hedging-Transaktionen* bilden sollen.

Die Transaktion muss ein erkennbares Ziel des Risikomanagements verfolgen. Das Wertpapierhaus muss also die Vorhersehbarkeit des Kundengeschäfts, die verfügbare Liquidität, die Marktbedingungen, aber auch den Umfang der nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit erforderlichen Vorabsicherung berücksichtigen.

Das Wertpapierhaus muss fair und redlich handeln. Die Kunden dürfen eine transparente Kommunikation erwarten, die Zustimmung der Kunden muss eingeholt werden und die Informationen dürfen nicht für andere Zwecke verwendet werden.

Das *Pre-Hedging-Geschäft* muss zu Gunsten des Kunden durchgeführt werden, wobei das Wertpapierhaus nachweisen können muss, dass es die Anweisungen des Kunden angemessen berücksichtigt hat.

Das Wertpapierhaus muss versuchen, die Auswirkungen auf den Markt so gering wie möglich zu halten (Minimierungsprinzip), und dafür sorgen, dass die Integrität des Marktes gewahrt bleibt. In diesem Zusammenhang stellt die IOSCO fest, dass es für Wertpapierhäuser nicht immer möglich ist, sicherzustellen, dass die Absicherung von Aufträgen im Voraus nicht zu Marktbewegungen führt.

Einführung von Maßnahmen zum Risikomanagement

Die IOSCO will auch zu den Maßnahmen konsultieren, die für ein wirksames Risikomanagement von Wertpapierhäusern eingeführt werden sollen. Diese Maßnahmen betreffen Verfahren und Richtlinien (*policies*), *Compliance-Prozesse* (eigenständige *Post-Trade-*

Prüfungen), den Umgang mit Interessenkonflikten sowie die Aufbewahrung relevanter Informationen (*record keeping*).

Die Beratung der IOSCO erstreckt sich auch auf die Art, die Form und das *Timing* von Mitteilungen (*upfront*, *trade by trade* oder *post trade*) und Kundenvereinbarungen. In dieser Hinsicht geht die Marktpraxis im Allgemeinen davon aus, dass die Zustimmung des Kunden zumindest implizit gegeben ist, wenn er den Geschäftsbedingungen zustimmt. Andererseits ist die Mehrheit der Branche beim elektronischen *Handel* der Ansicht, dass es kaum möglich ist, die Zustimmung des Kunden für jede einzelne Transaktion einzuholen.

Schlussfolgerung

Die Konsultation der IOSCO läuft bis zum 21. Februar 2025. Bis zum Abschlussbericht im Laufe des Jahres 2025 sollten sich Wertpapierhäuser, die *Pre-Hedging* betreiben, darauf vorbereiten, ihre Verfahren und Kundenmitteilungen zu überprüfen und dabei insbesondere die bewährten Praktiken des FMSB zu berücksichtigen. Diese Vorbereitung wird es ihnen ermöglichen, die endgültige Fassung der IOSCO-Empfehlungen bestmöglich zu antizipieren, die den nationalen Regulierungsbehörden, einschließlich der FINMA, als Grundlage für die Gestaltung oder Verfeinerung ihrer jeweiligen Praktiken dienen kann.

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Vaïk Müller, IOSCO bereitet Rahmen für die Praxis des Pre-Hedging vor, publié le 29 November 2024 par le Centre de droit bancaire et financier, https://cdbf.ch/de/1387/