

## **Beschluss**

In dem Sanktionsverfahren gegen

1.)

abgebende Stelle:  
Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB)

Beteiligte,

Frankfurter Wertpapierbörse

Sanktionsausschuss

Börsenplatz 4  
60313 Frankfurt am Main

Postanschrift  
60313 Frankfurt am Main

Telefon  
+49-(0) 69-2 11-15242

Fax  
+49-(0) 69-2 11-13651

Internet  
deutsche-boerse.com

E-Mail  
sanktionsausschuss-fw@  
deutsche-boerse.com

**Az. H 15-2015**

Geschäftsführung  
Hauke Stars  
(Vorsitzende)  
Dr. Martin Reck  
(stv. Vorsitzender)  
Dr. Cord Gebhardt  
Michael Krogmann

- haben die Mitglieder des Sanktionsausschusses,

Namen der Mitglieder,

im Umlaufverfahren am 28. April 2016 wie folgt entschieden:

**1. Die Beteiligte wird mit einem Verweis belegt.**

**2. Die Beteiligte hat die Kosten des Verfahrens zu tragen.**

- hat der Vorsitzende des Sanktionsausschusses entschieden:

**Die Verfahrensgebühr beträgt 500 Euro.**

## **Gründe**

### **I.**

Die Beteiligte ist an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) zum Börsenhandel zugelassen. Ihr wird ein Verstoß gegen § 72b der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse -BörsO- vorgeworfen, der das Order-Transaktions-Verhältnis regelt.

Die Handelsüberwachungsstelle (HüSt) der FWB stellte im Rahmen einer Untersuchung zum 30. April 2015 fest, dass die Beteiligte im Monat April 2015 in ihrem Produkt AAA (EUR) 0000 (ISIN: DE0000000000) das Order-Transaktions-Verhältnis von 1 um 0.2018 überschritten hatte.

Auf das Auskunftersuchen der HüSt vom 05. Mai 2015 teilte die Beteiligte mit, dass es sich bei dem Produkt um ein von ihr selbst emittiertes Produkt handle und sie als Market Maker kontinuierlich Quotes stelle. Bei normalen Marktgegebenheiten werde die Grenze des Order-Transaktions-Verhältnisses nicht verletzt. Vorliegend sei die Grenzverletzung eingetreten, weil es bisher kaum ein Kundeninteresse an dem vierfach gehebelten Produkt auf den Euro Stoxx gegeben habe und daher nur marginale Handelsaktivitäten stattgefunden hätten. Zum anderen hätten sie die sogenannte Tick-Size angepasst, was dazu geführt habe, dass das Produkt nicht erst alle zwei oder drei Cent getickt habe. Aufgrund von volatilen Märkten habe sich hieraus ein Anstieg der Quotes ergeben. Inzwischen sei der Tick-Size auf den Ursprungslevel zurückgesetzt worden.

Unter dem 04. September 2015 hat die Geschäftsführung der FWB das Sanktionsverfahren gegen die Beteiligte eingeleitet. Durch die Überschreitung des Order-Transaktions-Verhältnisses könne die Beteiligte gegen § 72b BörsO verstoßen haben.

Am 23. September 2015 hat der Sanktionsausschuss die Beteiligte über die Einleitung des Sanktionsverfahrens informiert und ihr Gelegenheit zur Stellungnahme gegeben.

Mit Schreiben vom 19. Oktober 2015 beantragt die Beteiligte, das Verfahren einzustellen.

§ 72b BörsO erfasse die Handelsaktivitäten der Beteiligten in Bezug auf die AAA nicht. § 72b BörsO richte sich nur an die Hochfrequenzhändler, die ohne echte Handelsabsicht in kürzester Zeit eine Vielzahl von Orders einstellten und wieder löschten, um den Preis allein durch die Ordereinstellung in die gewünschte Richtung zu bewegen und auszunutzen. Die Beteiligte hingegen stelle marktgerechte Preise sicher, in dem sie die Quotes entsprechend der Marktentwicklung der Referenzwerte anpasse.

Für die AAA sei kein angemessenes Order-Transaktions-Verhältnis festgelegt worden. Für Produkte, die auf veränderte Marktlagen reagieren müssten, müsse ein dynamisches Order-Transaktions-Verhältnis festgelegt werden, das dynamisch auf die jeweilige Marktlage reagiere.

Die Beteiligte habe jedenfalls nicht fahrlässig gehandelt. Die Geschäftsführung der FWB sei nach § 72b Abs. 5 BörsO verpflichtet gewesen, das Order-Transaktions-Verhältnis bei außergewöhnlichen Marktlagen wie im April 2015 während der Griechenlandkrise anzupassen, um einen ordnungsgemäßen Börsenhandel zu garantieren. Um marktgerechte Preise zu gewährleisten, bedürfe es der stetigen Anpassung der Quotes an die der AAA zugrundeliegenden Basiswerte. Im Hinblick auf den sehr volatilen Markt habe die Beteiligte damit rechnen können, dass die Geschäftsführung das Order-Transaktions-Verhältnis anpasst. Deshalb habe sie auch weiterhin Quotes anpassen dürfen, um marktgerechte Preise anbieten zu können.

Selbst wenn man davon ausgehe, dass das Order-Transaktions-Verhältnis rechtmäßig festgelegt worden sei, liege jedenfalls eine rechtfertigende Pflichtenkollision vor. Nach § 101 Abs. 1 BörsO sei die Beteiligte als Market Maker verpflichtet gewesen, fortlaufend verbindliche Quotes einzustellen. Aufgrund der Volatilität der Märkte, auf die sich die AAA beziehe, sei eine stetige Anpassung der Quotes erforderlich gewesen, um marktgerechte Preise im Sinne von § 117 BörsO darzustellen. Hätte die Beteiligte nicht quotiert, um den Grenzwert des § 72b BörsO einzuhalten, hätte sie gegen § 101 Abs. 1 BörsO verstoßen.

Selbst wenn man davon ausgehe, dass die Beteiligte schuldhaft gehandelt habe, wäre das Verschulden gering und es dürfe lediglich ein Verweis erteilt werden. Dabei sei zu berücksichtigen, dass sie durch ihr Verhalten niemand geschädigt worden sei und auch der Markt nicht gefährdet worden sei. Außerdem habe sie unmittelbar nach Information über die Überschreitung des Grenzwertes durch die FWB Sofortmaßnahmen getroffen, um rechtzeitig auf ähnliche Entwicklungen reagieren zu können und Verstöße auszuschließen.

Die Geschäftsführung der FWB erwidert mit Schreiben vom 20. November 2015, die festgesetzten Grundfreibeträge im Anhang zu § 72b BörsO seien großzügig festgelegt worden und entsprächen den Vorgaben des § 26a BörsG. Für Liquiditätssponder wie die Beteiligte seien die Freibeträge höher festgesetzt worden. Auch seien bei der Festlegung die verschiedenen

Segmente und Produktgruppen berücksichtigt worden. Das fragliche Produkt der Beteiligten sei seinerzeit volatiliter als üblich gewesen. Es habe keine außergewöhnliche Marktlage im Sinne des § 72 Abs. 5 BörsO vorgelegen, die eine Anpassung des Order-Transaktionsverhältnisses erforderlich gemacht habe. Die Geschäftsführung habe ihr Ermessen ordnungsgemäß ausgeübt.

Mit Schreiben vom 15. März 2016 ergänzt die Geschäftsführung der FWB ihr Vorbringen dahin, dass eine außergewöhnliche Marktlage im Sinne von § 72b Abs. 5 BörsO dann vorliege, wenn ein fast market ausgerufen werde. Eine solche könne durch kurzfristige und starke Veränderung der Marktaktivität, außergewöhnliche Volatilität oder durch kurzfristige und starke Zinsschwankungen gekennzeichnet sein. Wenn eine erhöhte Marktvolatilität festgestellt werde, lege die Geschäftsführung nach pflichtgemäßem Ermessen den Beginn und das Ende einer Fast-Market-Periode fest. In dem fraglichen Zeitraum habe eine solche jedoch nicht vorgelegen. Die Volatilität in dem Produkt sei seinerzeit etwas erhöht gewesen. Eine außergewöhnliche Volatilität habe jedoch nicht vorgelegen.

Der Verstoß der Beteiligten sei der erste Verstoß gegen das OTV-Regime gewesen. Zu dem Verstoß sei es gekommen, weil die Beteiligte in Erfüllung seiner Verpflichtung als Designated Sponsor in dem Produkt mit einem vierfachen Hebel ein Volumen von 122,6 Milliarden Stück quotiert habe, demgegenüber aber wegen des geringen Handelsinteresses in diesem Monat nur 20 Stück ausgeführt worden seien. Im Monat März 2015 seien noch 400 Stück ausgeführt worden. Hätte das Ausführungsvolumen im April 2015 in gleicher Höhe gelegen wäre das angemessene Order-Transaktionsverhältnis nicht verletzt worden.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sachverhalts wird auf den Inhalt der eingereichten Schriftsätze Bezug genommen.

## II.

Die Börsengeschäftsführung hat das Sanktionsverfahren entsprechend § 25 Börsenverordnung vom 16. Dezember 2008 (GVBl. I 2008, 1061, zuletzt geändert durch Verordnung vom 12. März 2013 (GVBl. I, S.128 - BörsVO -) mit der Abgabe des Verfahrens an den Sanktionsausschuss eingeleitet.

Der Sanktionsausschuss entscheidet im schriftlichen Verfahren (§ 28 BörsVO). Eine mündliche Verhandlung erscheint nicht geboten, weil der Verfahrensgegenstand nicht die in § 29 Abs.1 BörsVO geforderte besondere Bedeutung aufweist.

Nach § 22 Abs. 2 Satz 1 Börsengesetz vom 16. Juli 2007 (BGBl. I, 1330, 1351, zuletzt geändert durch Gesetz vom 20. November 2015 (BGBl. I, 2029 - BörsG) kann der Sanktionsausschuss einen Handelsteilnehmer mit Verweis oder mit einem Ordnungsgeld bis zu zweihundertfünfzigtausend Euro oder mit Ausschluss von der Börse bis zu 30 Handelstagen belegen, wenn der Handelsteilnehmer oder eine für ihn tätige Hilfsperson vorsätzlich oder fahrlässig gegen börsenrechtliche Vorschriften verstößt, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse oder der Börsengeschäftsabwicklung sicherstellen sollen.

Die Beteiligte ist Handelsteilnehmerin und unterliegt damit der Sanktionsgewalt des Sanktionsausschusses. Als zum Börsenhandel zugelassenes Unternehmen gehört die Beteiligte nach der in § 3 Abs. 4 Satz 1 BörsG enthaltenen Legaldefinition zu den Handelsteilnehmern im Sinne des Börsengesetzes.

Die Beteiligte hat durch die unstreitige Überschreitung des Order-Transaktionsverhältnisses in dem Produkt AAA (EUR) 0000 im April 2015 tatbestandlich gegen § 72b BörsO verstoßen.

Die in der Börsenordnung enthaltene, auf der Grundlage des § 26a Satz 4 BörsG erlassene Regelung über das Order-Transaktions-verhältnis stellt eine börsenrechtliche Vorschrift im Sinne von § 22 Abs. 2 Satz 1 BörsG dar, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse sicherstellen soll.

Nach § 72b Abs. 1 BörsO sind die Handelsteilnehmer verpflichtet, ein angemessenes Verhältnis von Eingaben, Änderungen und Löschungen von Orders und verbindlichen Quotes (Ordereingaben) zu den ausgeführten Geschäften (Order-Transaktions-Verhältnis) zu gewährleisten.

Nach § 72b Abs. 2 BörsO wird zur Bestimmung des Order-Transaktions-Verhältnisses das Volumen der Ordereingaben eines zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassenen Unternehmens pro Marktplatz und pro Wertpapier innerhalb eines Kalendermonats durch ein Limit geteilt. Das Order-Transaktions-Verhältnis ist angemessen, wenn es nach Beendigung des letzten Handelstages eines Kalendermonats kleiner oder gleich 1 ist.

Die Vorschrift richtet sich - wie sich bereits aus dem Wortlaut ergibt - an alle Handelsteilnehmer und nicht nur an die Hochfrequenzhändler wie die Beteiligte meint.

Unstreitig betrug das Order-Transaktions-Verhältnis in dem fraglichen Wertpapier am letzten Handelstag des Monats September 2015 1,2085 und hat damit das festgelegte Order-Transaktions-Verhältnis von 1 um 0,2085 überschritten.

Entgegen der Auffassung der Beteiligten verstoßen die satzungsrechtlichen Regelungen über das angemessenen Order-Transaktions-Verhältnisses nicht gegen die Ermächtigungsnorm des § 26a Satz 3 und 4 BörsG. Danach liegt ein angemessenes Order-Transaktions-Verhältnis vor, wenn dieses aufgrund der Liquidität des betroffenen Finanzinstruments, der konkreten Marktlage oder der Funktion des handelnden Unternehmens wirtschaftlich nachvollziehbar ist. Bei Beachtung des gestalterischen Ermessens des Satzungsgebers ist die von dem Satzungsgeber gewählte Verfahrensweise, unter Beachtung der durch das Börsengesetz vorgegebenen Parameter feste Grenzwerte für einzelne Produkte festzulegen, nicht zu beanstanden. Insbesondere musste der Satzungsgeber keine von der Marktlage abhängigen, dynamischen Werte für das Order-Transaktions-Verhältnis festlegen. Ein möglicher Verstoß gegen das Verhältnismäßigkeitsprinzip ist deshalb zu verneinen, weil § 72b Abs. 5 BörsO bei außergewöhnlichen Marktlagen eine Anpassung des angemessenen Order-Transaktions-Verhältnis erlaubt, Denn die Vorschrift sieht vor, dass während außergewöhnlicher Marktlagen der Volumenfaktor und der Grundfreibetrag von der Geschäftsführung für ein oder mehrere Wertpapiere erhöht werden können, um das zulässige Order-Transaktions-Verhältnis an die jeweilige außergewöhnliche Marktlage anzupassen. Eine außergewöhnliche Marktlage kann insbesondere gekennzeichnet sein durch eine kurzfristige und starke Änderung der Marktaktivität, außergewöhnliche Volatilität oder durch kurzfristige und starke Zinsschwankungen.

Wenn die Geschäftsführung der FWB vorliegend von der Möglichkeit einer Anpassung keinen Gebrauch gemacht hat, weil sie das Vorliegen einer außergewöhnlichen Volatilität verneint hat und lediglich von einer etwas höheren Volatilität ausgegangen ist, kann dies nicht beanstandet werden. Das Vorbringen der Beteiligten gibt keinen Anlass für eine andere Einschätzung der Marktlage.

Die für die Beteiligte handelnden Personen haben leicht fahrlässig gehandelt.

Fahrlässig handelt, wer die gebotene Sorgfalt außer Acht lässt. Zudem verlangt der Fahrlässigkeitsvorwurf, dass der Betroffene pflichtwidrig handelt und der Erfolg voraussehbar war (Hohnel - Kapitalmarktstrafrecht Kommentar S. 88).

Wie die Beteiligte selbst vorträgt, hatte sie seinerzeit im Hinblick auf eine mögliche Überschreitung des Order-Transaktions-Verhältnisses ihrer zahlreichen Produkte kein Überwachungs- und Warnsystem installiert und sich auf die Auswertung der täglich von der FWB übermittelten Listen über das Order-Transaktions-Verhältnis der einzelnen Produkte beschränkt, die keinerlei Hinweis auf eine eventuell drohende Überschreitung des Grenzwerts enthielten. Indem sie kein automatisches Vorwarnsystem installiert hat oder nicht wenigstens eine besondere Beobachtung von Produkten angeordnet hat, die nach der Datenlage der übermittelten Listen den Grenzwert zu überschreiten drohten, hat die Beteiligte die gebotene Sorgfalt außer Acht gelassen. Dies gilt insbesondere auch im Hinblick auf den, der Beteiligten bekannten Aspekt der erhöhten Volatilität des Marktes und dem geringen Handelsinteresse an dem Produkt, der eine Beobachtung des Produktes AAA (EUR) 0000 nahe legte.

Auch eine Pflichtenkollision zwischen der sich aus § 101 Abs. 1 BörsO ergebenden Pflicht, als Marketmaker fortlaufend verbindliche Quotes zu stellen und der Pflicht aus § 72b BörsO bestand nicht, denn der Beteiligte hätte - was nach Kenntnis von der Grenzwertüberschreitung auch geschehen ist -, den Tick-Size zurücksetzen können und hierdurch die Zahl der Quotes verringern können, ohne die Pflichten aus § 101 Abs. 1 BörsO zu verletzen.

Das Verhalten der für die Beteiligte tätigen Mitarbeiter ist der Beteiligten wie eigenes Verschulden zuzurechnen. Dies folgt aus § 22 Abs. 2 Satz 1 BörsG. Danach kann ein Handelsteilnehmer auch dann mit einer Sanktion belegt werden, wenn „eine für ihn tätige Hilfsperson“ schuldhaft gegen börsenrechtliche Vorschriften verstößt.

Die in § 22 Abs. 2 Satz 1 BörsG genannten Sanktionsmöglichkeiten sind nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit anzuwenden, d.h. es ist eine Ermessensentscheidung zu treffen (Hess. VGH B. v. 16. April 2008 6UE 142/07).

Vorliegend ist nach Überzeugung des Sanktionsausschusses die Erteilung eines Verweises erforderlich, aber auch ausreichend. Nach der Entscheidungspraxis des Sanktionsausschusses kommt ein Verweis als mildestes Sanktionsmittel insbesondere dann in Betracht, wenn sich der Betroffene bisher rechtstreu verhalten hat, ihm lediglich leichte Fahrlässigkeit vorzuwerfen ist und er sich einsichtig zeigt, es sich gewissermaßen um einen Ausreißer im Einzelfall handelt.



Diese Voraussetzungen liegen hier vor. Die Beteiligte ist bisher sanktionsrechtlich nicht einschlägig in Erscheinung getreten. Sie hat den Verstoß gegen börsenrechtliche Vorschriften eingeräumt und sofort Maßnahmen ergriffen, um eine Wiederholung des Vorfalls auszuschließen.

Dies kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sie bei der Beachtung der Neuregelung des § 72b BörsO nicht die gebotene Sorgfalt walten lassen, sodass ein Verweis erforderlich ist, um sie an ihre Pflichten aus der Börsenordnung und die hohen Anforderungen an die Börsenteilnehmer bei deren innerbetrieblicher Umsetzung zu erinnern. Insofern stellt sich ein Verweis trotz des kooperativen und einsichtigen Verhaltens der Beteiligten als verhältnismäßig dar.

Die Kostenentscheidung folgt aus § 32 Abs.4, Abs.5 Satz 1 BörsVO.

Die nach § 32 Abs. 4 Satz 3 BörsVO festgesetzte Gebühr entspricht §§ 3 Abs. 1, 6 Abs. 2 Hessisches Verwaltungskostengesetz in der Fassung vom 13. Dezember 2012 (GVBl S. 622 - Hess VwKostG -). Sie berücksichtigt den Verwaltungsaufwand einerseits und die Bedeutung der Sache für die Beteiligte andererseits.

### **Rechtsbehelfsbelehrung**

Gegen diesen Beschluss kann binnen eines Monats nach seiner Zustellung Klage vor dem Verwaltungsgericht Frankfurt am Main, Adalbertstr. 18, 60486 Frankfurt am Main, erhoben werden.

Sie ist zu richten gegen die Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse, Mergenthalerallee 61, 65760 Eschborn.

Die Klage ist schriftlich, in elektronischer Form oder zur Niederschrift des Urkundsbeamten der Geschäftsstelle des Gerichts zu erheben.

Bei der Verwendung der elektronischen Form ist zu beachten, dass bei den hessischen Verwaltungsgerichten elektronische Dokumente nur nach Maßgabe der Verordnung der Landesregierung über den elektronischen Rechtsverkehr bei hessischen Gerichten und Staatsanwaltschaften vom 26. Oktober 2007 (GVBl. I, S. 699) eingereicht werden können. Auf die Notwendigkeit der qualifizierten digitalen Signatur bei Dokumenten, die einem schriftlich zu unterzeichnenden Schriftstück gleichstehen, wird hingewiesen (§ 55a Abs. 1 Satz 3 VwGO).

---