

## **Einschreiben / Rückschein**

## **Beschluss**

In dem Sanktionsverfahren

Beteiligte,

abgebende Stelle:  
Geschäftsführung der Eurex Deutschland  
Börsenplatz 4  
60313 Frankfurt am Main

**Az.: 2013/001**

- hat der Sanktionsausschuss der Eurex Deutschland durch  
Vorsitzende  
Beisitzer  
Beisitzer

im schriftlichen Verfahren aufgrund der Beratung am 17.08 2014 beschlossen:



Eurex Deutschland  
Börsenplatz 4  
60313 Frankfurt  
  
Postanschrift:  
60485 Frankfurt/Main

T +49-69-211-1 52 42  
F +49-69-211-1 36 51  
sanktionsausschuss-eurex@  
deutsche-boerse.com  
Internet:  
www.eurexchange.com

Geschäftsführung:  
Dr. Thomas Book, Mehtap Dinc,  
Michael Peters, Andreas Preuß

ARBN: 101 013 361

**1. Die Beteiligte wird für die Handelsaktivität**

- des Herrn X am 27.12.2012 mit dem Produkt CONF MARCH 2013 mit einem Ordnungsgeld von 4.000 €
- des Herrn Y am 27.12.2012 mit dem Produkt CONF MARCH 2013 mit einem Ordnungsgeld von 1.600 €

**belegt.**

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

- hat die Vorsitzende des Sanktionsausschusses entschieden:

**Die Verfahrensgebühr beträgt 1.000 €.**

## **Gründe**

### **I.**

Entscheidungsgegenstand des vorliegenden Verfahrens sind die Handelsaktivität der beiden im Tenor genannten Händler, X und Y für die Beteiligte am 27.12.2012, wie sie von der Handelsüberwachungsstelle (HÜSt) anhand des Orderbuches festgestellt wurden.

Dem liegt folgender Sachverhalt zugrunde:

Die Beteiligte ermöglicht im Rahmen einer sogenannten Trading Arcade durch Eingehen von Partnerschaften Börsenhändlern den Marktzugang unter Verwendung ihrer EUREX MEMBER KENNUNG (AAAAA).

Im Rahmen einer Orderbuchanalyse stelle die HÜSt fest, dass die beiden oben genannten Händler am 27.12.2012 auf der Bid-Seite des Orderbuches zahlreiche Orders eingegeben hatten und durch ihre Verkauforders in dem Produkt CONF MARCH 2013 im Zeitraum 12.33.41.45 bis 12.34.17.91 die Ask-Seite sukzessiv erhöht hatten. Ein Teilnehmer (Eurex Member Kennung: BBBBB) erhöhte die Bid-Seite ebenfalls, wonach es nach Eingabe auf der Ask-Seite durch AAAAA zu Umsätzen gekommen war. Dieses Szenario hatte sich in der Folge wiederholt.

Die Folgepreise hatten in zwei Fällen zu Volatilitätsunterbrechungen geführt.

Dieses Handelsverhalten ist von der HÜSt anhand der Handelsüberwachungs-Software Scila mit den entsprechenden Abbildungen sowie weiterer Grafiken dokumentiert.

Auf die Einzelheiten wird, soweit erforderlich, in den Entscheidungsgründen (Ziffer II) des vorliegenden Beschlusses eingegangen werden.

Nach weiterer Sachverhaltsaufklärung und Anhörung der Beteiligten unterrichtete die HÜSt unter dem 03.04.2013 über diese Handelsaktivitäten, die aus ihrer Sicht nur der Zielsetzung höherer (fehlbewerteter) Verkaufspreise gedient hätten. Die Transaktionen der beiden Händler hätten ein offensichtliches Fehlverhalten bzw. Fehlfunktionen der Handelssoftware des Handelsteilnehmers (Kennung BBBB) ausgenutzt. Die Fehlbewertung der Verkaufspreise erweise sich durch die zwei Volatilitätsunterbrechungen aufgrund der Folgepreise.

Die ungewöhnlichen Handelsaktivitäten legten den Verdacht eines Verstoßes gegen das Gebot der Marktintegrität nach §17 der Börsenordnung (BörsO) nahe.

Die Geschäftsführung Eurex Deutschland hat unter dem 04.06.2013 das Sanktionsverfahren durch Abgabe an den Sanktionsausschuss eingeleitet. In der rechtlichen Würdigung ist ausgeführt, dass das Handelsverhalten der beiden Händler den Schluss nahe lege, dass hinter den zahlreichen Kauforders kein tatsächliches Handelsinteresse gestanden habe, vielmehr habe ein künstliches Preisniveau herbeigeführt werden sollen, um selbst einen besseren Verkaufspreis zu erzielen.

Es sei von einem vorsätzlichen Verhalten auszugehen, das keiner gängigen Marktpraxis entspreche.

Die Beteiligte hat nach Einleitung des Sanktionsverfahrens unter Einreichung von dementsprechenden Stellungnahmen beider Händler folgendes vorgetragen:

Der Vorwurf, ein vorsätzliches künstliches Preisniveau erzeugt zu haben, sei eine unangemessene und falsche Vermutung der HÜSt, die zu einem verzerrten Bild der Wirklichkeit führe. Falsch sei die Behauptung, das Orderbuch sei vor der Aktivität der beiden Händler leer gewesen. Andere Marktteilnehmer seien nämlich ebenfalls aktiv gewesen, diese hätten den Preisanstieg verursacht.

Eine gemeinsame Trading Strategie der beiden Händler habe es nicht gegeben. Die Annahme, die Händler hätten Interesse an höheren Preisen im Markt gehabt sei unbegründet; aus den beschriebenen Fällen gehe nicht hervor, dass vorsätzlich ein höheres Preisniveau geschaffen worden sei.

Bezüglich der finanziellen Situation sei anzumerken, dass entsprechend ihrer Stellungnahmen Herr X im Jahre 2012 einen durchschnittlichen Tagesgewinn von 5.000 Euro und Herr Y einen solchen von 4.000 Euro erzielt hätten.

Im Übrigen sei darauf hinzuweisen dass sie, die Beteiligte, eine Trading Arcade sei, die individuelle und unabhängig handelnde Trader unterstütze. Herr X und Herr Y handelten völlig separat und ausschließlich für ihre eigenen Konten und hätten kein wirtschaftliches Interesse an dem Geschäftsergebnis des anderen.

Zu dem letztgenannten Aspekt der Trading Arcade hat die Börsenaufsichtsbehörde (BAB) eine Stellungnahme unter dem 27.06.2014 abgegeben. Danach handele aus öffentlich-rechtlicher und wirtschaftlicher Sicht ausschließlich das börsenzugelassene Unternehmen an der Börse. Interne Vereinbarungen zwischen dem Börsenteilnehmer und Händlern könnten keine Wirkung gegenüber der Börse erzeugen.

Die Händler seien deshalb für den Handelsteilnehmer tätige Person im Sinne des § 22 Abs. II, S. 1 BörsG. Ihr Handeln müsse sich grundsätzlich das börsenzugelassene Unternehmen zurechnen lassen.

Zur Ergänzung des Sach- und Streitstandes wird auf den Inhalt der Verfahrensakte Bezug genommen.

## II.

Rechtsgrundlage für die im Tenor ausgesprochene Sanktion ist § 22 Abs. II, S. 1 Börsengesetz (BörsG )vom 16.07.2007 (BGBl. I, Seite 1300, 1351) zuletzt geändert durch Artikel 10 des Gesetzes vom 04.07.2013 (BGBl. I, Seite 1981), in Verbindung mit § 17 Abs. II der Börsenordnung (BörsO) für die Eurex Deutschland und die Eurex Zürich vom 01.08.2011 in der Fassung wie sie zum Zeitpunkt des Verstoßes im Dezember 2012 galt. Der Wortlaut des § 17 Abs. II BörsO wurde unverändert von der jetzt geltenden BörsO vom 29.11.2013 übernommen.

Nach § 22 Abs. II, S. 1 BörsG kann der Sanktionsausschuss einen Handelsteilnehmer unter anderem mit einem Ordnungsgeld von bis zu 250.000 Euro belegen, wenn der Handelsteilnehmer oder eine für ihn tätige Person vorsätzlich oder fahrlässig gegen börsenrechtliche Vorschriften verstößt, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels der Börse oder der Börsengeschäftsabwicklung sicherstellen sollen.

Die Betroffene ist Handelsteilnehmerin. Das sind nach der Legaldefinition des § 3 Abs. IV, S. 1 BörsG die zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassenen Unternehmen.

Herr X und Herr Y sind als Händler für die Beteiligte tätig gewesen, sie sind als für einen Handelsteilnehmer tätige Personen im Sinne des § 22 Abs. II, S. 1 BörsG anzusehen.

Die Beteiligte muss sich deshalb das schuldhaftes Verhalten der beiden Händler zurechnen lassen.

Hieran ändert auch die Konstruktion der Beteiligten im Rahmen der Trading Arcade nichts. Im Schriftsatz der Börsenaufsichtsbehörde vom 27.06.2014 ist zutreffend unter Zitierung einer in der Literatur vertretenen Auffassung (Beck in Schwark / Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar § 19 BörsG, Rn 35, § 22 BörsG, Rn 22) darauf hingewiesen, dass auch bei einer zivilrechtlichen Absprache zwischen dem Handelsteilnehmer und dritten Händlern eine Zurechenbarkeit der Händlertätigkeit für den Börsenteilnehmer gegeben ist. Dies gilt auch wenn die Händler nicht von dem Börsenteilnehmer eingestellt werden und jeder Händler für sich unabhängig für seine eigene Gesellschaft mit beschränkter Haftung arbeitet.

Durch die Möglichkeit des Handels unter Verwendung der Nutzerkennung des Börsenteilnehmers und einer entsprechenden Trading-ID verpflichten und berechtigen die Händler unmittelbar den Börsenteilnehmer gegenüber der EUREX. Die Händler sind deshalb als „für den Handelsteilnehmer tätige Person“ anzusehen.

Der Handelsteilnehmer kann sich also nicht durch zivilrechtliche Verträge, die nicht in der Lage sind, seine wirtschaftlichen und öffentlich rechtlichen Rechte und Pflichten zu übertragen, aus seiner Verantwortlichkeit im Sinne des § 22 Abs. II BörsG befreien.

Herr X (Händlerkennung AAAAA TRS 000) und Herr Y (Händlerkennung AAAAA TRS 00X) haben vorsätzlich gegen börsenrechtliche Vorschriften verstoßen, die eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels an der Börse sicherstellen sollen, denn sie haben an dem verfahrensgegenständlichen Handelstag den Untersagungstatbestand des § 17 Abs. II BörsO erfüllt.

Nach § 17 Abs. II BörsO ist es einem Börsenteilnehmer unter anderem untersagt, bei der Eingabe von Aufträgen bzw. Quotes in das System der EUREX-Börsen fehlerhaft oder irreführend Angebot, Nachfrage oder Preis von an der Eurex gehandelten Produkten zu beeinflussen oder einen nicht marktgerechten Preis bzw. ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, ohne dass dies einer gängigen Marktpraxis im Einklang mit der ordnungsgemäßen Durchführung des Handels nach Maßgabe der börsenrechtlichen Vorschriften entspricht.

Die BörsO ist eine börsenrechtliche Vorschrift im Sinne des oben zitierten § 22 Abs. II, S. 1 BörsG (vgl. Hess.VGH, Urteil vom 06.02.2014, Az.6 A 876/10 und VG Frankfurt Az. 2 K 2672/12, Urteil vom 22.05.2014).

§ 17 der BörsO trägt die Überschrift „Marktintegrität“ und füllt im textlichen Teil diesen Begriff aus. Zur Interpretation des Begriffs der Marktintegrität herangezogen werden kann deshalb auch der zentrale Grundsatz des Börsenhandels, wie er in Art. 25, Abs. I, der Richtlinie 2004/39 EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21.04.2004 (ABI) EG, Nr. L145/1 vom 30.04.2004 formuliert ist. Darin ist gefordert, dass die Wertpapierfirmen redlich, ehrlich, professionell und in einer Weise handeln, welche die Integrität des Marktes fördert.

Der Vorwurf, der beiden Händlern gemacht werden muss, zielt auf die Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus.

Zur Konkretisierung dieses Begriffes dem Rechtsgedanken nach anwendbar sind auch die Regelungen in Teil II der Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulationskonkretisierungsverordnung – MaKonV) vom 01.03.2005 (BGBl. I, S. 515) zuletzt geändert durch Artikel 5 des Gesetzes vom 07.05.2013 (BGBl. I, S. 1162).

In § 3 Abs. I, Ziffer I d MaKonV ist angesprochen, dass Anzeichen für ein künstliches Preisniveau auch Geschäfte oder Kauf- oder Verkaufsaufträge sein können, die durch ihre Häufung innerhalb eines kurzen Abschnitts des Börsentags eine erhebliche Preisänderung bewirken, auf die eine gegenläufige Preisänderung folgt.

Dass Herr X und Herr Y irreführend durch ihr Handelsgebaren ein künstliches Preisniveau herbeigeführt haben, ergibt sich auch den Ermittlungen der HüSt.

Dies lässt sich dem Orderbuch, den grafischen Darstellungen mit Hilfe der Handelsüberwachungssoftware Scila und den weiteren Graphiken für die Zeit von 12.33.15.86 bis 12.43.56.79 für das Produkt CONF MARCH 2013 entnehmen:

Bis 12.33.52.51 bewegten sich die Abschlüsse in diesem Produkt mit Schwankungen bei einem Preis von etwas über 152,00 bis 153,65. Dies war der Abschluss um 12.33.50.74.

Der erste signifikant höhere Abschluss lag bei 12.33.55.9500 zum Preis von 154,8.

Dieser Abschluss kam wie folgt zustande:

Um 12.33.52.6400 erfolgte die Eingabe einer Bid-Order des Teilnehmers BBBBB zu einem Preislimit von 153,76.

Um 12.33.53.09 stellte erstmalig auf der bisher leeren Ask-Seite Herr X eine Ask-Order unter der Händlerkennung AAAAA TRS 000 zu einem Preis von 154,84 ein.

Um 12.33.55.2500 erhöhte der Teilnehmer BBBBB das Preislimit der Bid-Order auf 154,8.

Nach Eingabe einer Ask-Order zum Preis von 154,78 durch X kam es zur Ausführung zum Preis von 154,8.

Nach einem zweiten Abschluss um 12.33.56.45000 zwischen Y, Händlerkennung AAAAA TR 00X und BBBBB zum Preis von 154,8 kam es darauf folgend zu einem

drittens signifikant noch höheren Abschluss um 12.34.08.140000 zwischen X und BBBBB zu einem Preis von 156,44, danach

viertens zu einem Abschluss um 12.34.14.420000 zwischen X und BBBBB zu einem Preis von ebenfalls 156,44, danach

fünftens zu einem Abschluss um 12.34.14.570000 zwischen X und BBBB zu einem Preis von 156,44, danach

sechstens zu einem Abschluss um 12.34.14.700000 zwischen X und BBBB zu einem Preis von 156,44.

Nach einem Abschluss zwischen BBBB und Dritten um 12.34.17.350000 ebenfalls zum Preis von 156,44 fiel das Preisniveau beim nächsten Abschluss

um 12.34.22.130000 zwischen Y, dieses Mal auf der Bid-Seite, und einem Dritten auf 154,7.

Um 12.37.35.050000 lag der Abschluss bei 153,93.

Um 12.43.16.88 war das Preisniveau auf knapp unter 152,00 gesunken und bewegte sich bis 13.58.37.45 zwischen 152,00 und 151,00.

Dieses oben dargestellte sprunghaft in die Höhe schießende Preisniveau gefolgt von einem signifikanten Preisabfall führte zu zwei Volatilitätsunterbrechungen.

Die Beteiligte weist zu Recht darauf hin, dass diese nicht unmittelbar von X und Y erzeugt worden, sondern erst später eingetreten seien.

Dies ändert aber nichts an der Tatsache, dass beide Händler zu einem nicht marktgerechten Preis tätig geworden sind.

Wie insbesondere die grafische handschriftliche Darstellung zeigt, ist es in dem streitgegenständlichen Zeitsegment zu einer außergewöhnlichen, d.h. irregulären Preisbildung gekommen. Diese Preisspitze hat sich auch als nicht nachhaltig erwiesen, da sie sich binnen 60 sec aufgebaut und lediglich weniger als 60 sec gehalten hat. Dies kann unter die Definition des künstlichen Preisniveaus i.S. des § 3 Abs. 1 Ziffer 1 d MaKonV subsumiert werden, wonach, wie oben schon zitiert, innerhalb eines kurzen Abschnitts des Börsentages eine erhebliche Preisänderung bewirkt wird, auf die eine gegenläufige Preisänderung folgt.

Beide Händler haben diese überhöhten Preise ausschließlich mit dem Marktteilnehmer BBBB durch ihre sukzessiv erhöhten Ask-Preise erzielt, was die Vermutung der HÜSt stützt, von ihnen sei ein offensichtliches Fehlverhalten bzw. eine Fehlfunktion in der Handelssoftware dieses Marktteilnehmers BBBB ausgenutzt worden. Hierauf kam es aber nicht entscheidungserheblich an.

Der Vorwurf des Fehlverhaltens muss beiden Händlern gemacht werden und zwar auch, wenn der Darstellung der Beteiligten gefolgt wird, diese hätten die Handelstätigkeit des jeweils anderen nicht sehen können.

Beide Händler mussten sich unabhängig voneinander im Klaren sein, dass sie zu einem schnell ansteigenden, d.h. überhöhten und somit nicht-marktgerechten Preis durch Eingabe ihrer gesteigerten Verkaufsoorders agiert haben. Die Darstellung der beiden Händler im Rahmen des vorliegenden Verfahrens führt zu keiner anderen Bewertung.

Im Ergebnis interpretieren sie die nicht bestreitbaren Fakten, was die Kausalität des ungewöhnlichen Preisniveaus angeht, anders. Sie stellen dar, dass nicht sie den Preisanstieg durch die Ask-Ordereingabe verursacht hätten, vielmehr hätten die Käufer durch steigende Bid-Orders das Preisniveau herbeigeführt.

Zutreffend ist, dass das Orderbuch auf der Bid-Seite mit zahlreichem gestaffelten Orders die überwiegend durch die beiden Händler eingegeben worden waren, befüllt war.

Als Folge davon lassen sich die steigenden Bid-Orders von BBBBB erklären.

In allen Fällen wurden zunächst auf der bislang leeren Ask-Seite die Orders erhöht, bevor auf der Bid-Seite durch BBBBB reagiert wurde, wodurch es zu den nicht marktgerechten Abschlüssen kam.

Eine Kausalität zwischen den jeweiligen gestaffelten Ask-Orders und den nicht marktgerechten Abschlüssen ist gegeben und zwar auch dann, wenn das Handelsgebaren jeweils getrennt von dem anderen Händler betrachtet wird.

Dieses Handelsgebaren der Herren X und Y entspricht keiner gängigen Marktpraxis im Einklang mit der ordnungsgemäßen Durchführung des Handels nach Maßgabe der börsenrechtlichen Vorschriften. Der Verstoß der beiden Händler wurde vorsätzlich begangen.

Dass sie ihre Handelstätigkeit als marktgerecht ansehen, ist auf deren Fehlinterpretation der Fakten zurückzuführen und ändert am Vorwurf des Vorsatzes nichts.

Für die Annahme des Vorsatzes kommt es allein auf Wissen und Wollen der Tatbestandsverwirklichung an, nicht auf deren rechtliche Bewertung.

§ 22 Abs. II, S.1 BörsG sieht als Sanktion einen Verweis, ein Ordnungsgeld bis zu 250.000 Euro oder den Ausschluss von der Börse bis zu 30 Handelstagen vor.

Bezüglich der Art und der Höhe der ausgesprochenen Sanktion hat sich der Sanktionsausschuss unter Zugrundelegung der von der Rechtsprechung entwickelten Parameter (Vgl. Beschluss des Hess.VGH vom 20.06.2011, Az. 6A2567/09, S. 11) von folgenden Erwägungen leiten lassen:

Bei den sanktionierten Handelstätigkeiten handelt es sich jeweils um Verstöße die am 27.12.2012. Vor und nach diesem Handelstag kam es zu keinen Beanstandungen.

Da es sich somit um eine erstmalig geahndete Vorgehensweise handelt, erschien ein Handelsverbot unangemessen hoch.



Es war allerdings zu berücksichtigen, dass durch die sanktionierte Vorgehensweise ein finanzieller Vorteil gegenüber redlichen Handelsteilnehmern generiert und das Vertrauen in den Markt beschädigt wurde.

Es musste ferner Ziel der Sanktion sein, künftige Zuwiderhandlungen auszuschließen, um einen weiteren Vertrauensverlust des anlagesuchenden Publikums zu vermeiden.

Die mildeste Form der Sanktionierung, nämlich der Verweis, schied deshalb aus.

Hinsichtlich der Höhe des ausschließlich in Betracht zu ziehenden Ordnungsgeldes wurden die durchschnittlichen Tagesgewinne der beiden Händler des Jahres 2012 herangezogen. Diese dienten jedoch nur als grobe Richtschnur, da es vorliegend um die Sanktionierung der Beteiligten, nicht der Händler geht.

Auch die wirtschaftliche Gesamtsituation ist in die Überlegung des Sanktionsausschusses mit eingeflossen, ferner die Bedeutung des Verfahrens für die Beteiligte sowie die Bedeutung für den Börsenhandel insgesamt.

Deshalb hat der Sanktionsausschuss die im Tenor ersichtliche Höhe des jeweiligen Ordnungsgeldes als angemessen aber auch zunächst ausreichend angesehen, um der Beteiligten die gesetzliche Missbilligung des Handelsgebarens eindringlich vor Augen zu führen.

Die Kostenentscheidung folgt aus § 32 Abs. IV, S. 1 und Abs. V, S. 2 BörsO, zuletzt durch Verordnung vom 12.03.2013 (Göbl. I, S. 1218).

Die Festsetzung der Gebühr beruht auf § 32 Abs. IV BörsO, nach Maßgabe des § 3 Abs. I und II und § 6 Abs. I Hessisches Verwaltungskostengesetz (Hess. VKG) in der Fassung vom 12.01.2004, gültig ab 21.07.2009.

Danach war bei der Bemessung der Gebühr von dem mit der Amtshandlung verbundenen Verwaltungsaufwand aller an der Amtshandlung Beteiligten auszugehen, wobei unter Verwaltungsaufwand nach § 3 Abs. II, Hess. VKG der Personal- und der Sachaufwand sowie die kalkulatorischen Kosten zu verstehen sind.

Außerdem war die Bedeutung der Amtshandlung für den Empfänger der Amtshandlung zum Zeitpunkt ihrer Beendigung zu berücksichtigen, die Gebühr steht nicht in einem Missverhältnis zu einer Amtshandlung (Vergleiche § 3 Abs. I, S. 3 Hess. VKG).

### **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 EUREX Deutschland, Börsenplatz 4, 60313 Frankfurt am Main.

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).

Der Sanktionsausschuss der Eurex Deutschland

Vorsitzende des Sanktionsausschusses  
der Eurex Deutschland