

Marktmanipulation durch «Marking the Close»

VERFÜGUNG der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 23. Oktober 2015

Schwerer Verstoss gegen Aufsichtsrecht durch Marktmanipulation beim Hedging strukturierter Produkte (Art. 33f BEHG); Erfordernis eines adäquaten Risikomanagements (Art. 10 Abs. 2 Bst. a BEHG); Gewährserfordernis nach Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG; Einziehung von unrechtmässig erzieltm Gewinn (Art. 35 FINMAG).

1. Das Tätigen von umfangreichen Hedgingtransaktionen durch einen Effekthändler kurz vor Börsenschluss mit dem Ziel, den Basiswert des emittierten strukturierten Produkts so zu beeinflussen, damit den Anlegern der Coupon nicht ausbezahlt werden muss, stellt eine Marktmanipulation dar (Rz. 42 f.).
 2. Das Erfordernis eines angemessenen Risikomanagements verlangt, dass der Effekthändler als Emittent eines strukturierten Produkts die mit dem Hedging eines strukturierten Produkts mit Barrieren verbundenen Rechts- und Reputationsrisiken erfasst, begrenzt und überwacht. Die mangelhafte Vorbereitung auf eine im hauptsächlichen Geschäftsfeld typische Risikosituation, das Fehlen der erforderlichen risikomindernden Prozesse sowie das Eingehen von unnötigen und unverhältnismässig hohen Rechts- und Reputationsrisiken stellt ein mangelhaftes Risikomanagement dar und verletzt das Gewährserfordernis nach Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG (Rz. 40 f. und Rz. 58–60).
-

Violation grave du droit de la surveillance par des manipulations du marché dans la couverture (*hedging*) de produits structurés (art. 33f LBVM) ; exigence d'une gestion des risques adéquate (art. 10 al. 2 let. a LBVM) ; exigence de garantie d'une activité irréprochable selon l'art. 10 al. 2 let. d LBVM ; confiscation des gains indûment acquis (art. 35 LFINMA).

1. L'exécution d'importantes transactions de couverture (*hedging*) par un négociant en valeurs mobilières peu de temps avant la fermeture de la bourse dans le but d'influencer le sous-jacent du produit structuré émis de sorte que le coupon n'ait pas à être payé aux investisseurs constitue une manipulation du marché (consid. 42 s.).
 2. L'exigence d'une gestion des risques adéquate requiert que le négociant en valeurs mobilières identifie, limite et contrôle en tant qu'émetteur d'un produit structuré les risques juridiques et les risques de réputation liés à la couverture (*hedging*) d'un produit structuré à barrières. La préparation lacunaire à une situation de risque typique dans le champ d'activité principal, l'absence de processus efficaces visant à réduire les risques et la prise de risques juridiques et de réputation inutiles et excessivement élevés constituent une gestion des risques lacunaire et violent l'exigence de garantie d'une activité irréprochable selon l'art. 10 al. 2 let. d LBVM (consid. 40 s. et consid. 58 à 60).
-

Grave violazione del diritto in materia di vigilanza attraverso pratiche di manipolazione di mercato mediante *hedging* di prodotti strutturati (art. 33f LBVM); requisito di un'adeguata gestione dei rischi (art. 10 cpv. 2 lett. a LBVM); requisito della garanzia di un'attività irrepreensibile secondo l'art. 10 cpv. 2 lett. d LBVM; confisca degli utili realizzati illegalmente (art. 35 LFINMA).

1. Costituisce una pratica di manipolazione di mercato l'esecuzione di massicce operazioni di *hedging* da parte di un commerciante di valori mobiliari poco prima della chiusura della borsa, allo scopo di influenzare il sottostante del prodotto strutturato emesso, nell'intento di impedire il pagamento del coupon agli investitori (nm. 42 seg.).
 2. Il requisito di un'adeguata gestione dei rischi esige che il commerciante di valori mobiliari, quale emittente di un prodotto strutturato, identifichi, limiti e controlli i rischi giuridici e reputazionali legati all'*hedging* di un prodotto strutturato mediante delle barriere. La carente preparazione a una situazione di rischio usuale per quanto concerne il principale ambito di attività, la mancanza dei necessari processi di riduzione del rischio come pure l'assunzione di rischi giuridici e reputazionali inutili e sproporzionatamente elevati rappresentano una gestione del rischio lacunosa e violano il requisito della garanzia di un'attività ai sensi dell'art. 10 cpv. 2 lett. d LBVM (nm. 40 seg. e nm. 58-60).
-

Zusammenfassung des Sachverhalts

Die Effektenhändlerin X._____ emittierte ein strukturiertes Produkt. Dieses sah vor, den Anlegern einen Coupon auszuzahlen, sofern verschiedene Basiswerte an bestimmten Beobachtungstagen über einem vordefinierten Trigger Level schlossen. In der Schlussauktion einer der Beobachtungstage tätigte X._____ derart umfangreiche Transaktionen, dass

der Kurs ganz knapp unter dem Trigger Level schloss und den Anlegern der Coupon nicht ausbezahlt werden musste. Daraufhin eröffnete die FINMA gegen X._____ ein Enforcementverfahren. X._____ begründete die Marktaktivitäten mit wirtschaftlich notwendigen Absicherungsgeschäften.

Aus den Erwägungen:

(...)

2. Aufsichtsrechtliche Anforderungen

2.1 Marktmanipulation

(35) Das Börsengesetz regelt die Voraussetzungen für die Errichtung und den Betrieb von Börsen sowie für den gewerbmässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. Es schafft den Rahmen, um die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte zu gewährleisten. Zu diesem Zweck regelt Abschnitt 5a des Börsengesetzes das aufsichtsrechtlich unzulässige Marktverhalten u.a. mittels Verbot der Marktmanipulation. Nach Art. 33f Abs. 1 Bst. b BEHG handelt unzulässig, wer Geschäfte oder Kauf- oder Verkaufsaufträge tätigt, von denen er weiss oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten geben, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind.

(36) Die Bestimmung von Art. 33f BEHG wird durch das FINMA-RS 13/8 «Marktverhaltensregeln» konkretisiert. So listet das Rundschreiben beispielhaft Verhaltensweisen auf, die gegen das Verbot der Marktmanipulation verstossen. Dazu gehört nach Rz. 26 das «Marking the Close», d.h. der Kauf oder Verkauf von Effekten kurz vor Börsenschluss mit dem Ziel, den Schlusspreis zu beeinflussen.

(37) Nach Rz. 38 des Rundschreibens wird vermutet, dass Effektengeschäfte, die nachweislich einen wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen und einem echten ökonomischen Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen, keine Marktmanipulation darstellen.

2.2 Angemessene Organisation

(38) Nach Art. 10 Abs. 2 Bst. a BEHG i.V.m. Art. 19 und 20 Börsenverordnung (BEHV; SR 954.11) muss ein Effektenhändler durch seine internen Vorschriften und die Betriebsorganisation die Erfüllung der sich aus dem Börsengesetz ergebenden Pflichten sicherstellen. Detailliertere Anforderungen an die interne Organisation und das interne Kontrollsystem werden durch das FINMA-RS 08/24 «Überwachung

und interne Kontrolle Banken» aufgestellt. Diese Regeln gelten grundsätzlich auch für Effektenhändler (Rz. 4 FINMA-RS 08/24). Demnach muss die Geschäftsführung geeignete Prozesse für die Identifikation, Messung, Bewertung, Beurteilung und Kontrolle der durch das Institut eingegangenen Risiken entwickeln. Das Risikomanagement umfasst unter anderem die Konkretisierung der Compliance-Funktion und der Risikokontrolle (Rz. 81 FINMA-RS 08/24). Die Geschäftsführung trägt die Verantwortung für die Umsetzung angemessener interner Systeme und Prozesse zur Gewährleistung der Compliance im Institut (Rz. 99 FINMA-RS 08/24).

2.3 Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit

(39) Gemäss Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG müssen der Effektenhändler, seine verantwortlichen Mitarbeiter sowie die massgebenden Aktionäre Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten. Diese Personen müssen demnach nicht nur fachlich kompetent sein, sondern sich überdies im Geschäftsverkehr korrekt verhalten. Unter korrektem Verhalten im Geschäftsverkehr ist in erster Linie die Beachtung der Rechtsordnung, d.h. der Gesetze und Verordnungen, der internen Vorschriften und der massgebenden Standesregeln zu verstehen. Die Verletzung von Vorschriften ist jedoch nicht zwingend. Es genügt, dass das beanstandete Verhalten in krasser Weise dem Verhalten, wie es von einem redlichen Marktteilnehmer erwartet werden muss, widerspricht. Das Gewährserfordernis verlangt auch, dass der Effektenhändler seine Risiken angemessen managt und sich und seine Mitarbeiter nicht unnötigen Rechts- und Reputationsrisiken aussetzt (vgl. Verfügung der FINMA vom 11. Januar 2010, FINMA-Bulletin 1/2010, S. 102 ff., insb. S. 109).

2.4 Rechts- und Reputationsrisiken im Zusammenhang mit dem Hedging strukturierter Produkte mit Barrieren

(40) Das Hedging eines strukturierten Produkts mit Barrieren birgt Rechts- und Reputationsrisiken. Namentlich kann das Hedging in den Basiswerten bewirken, dass in einem relevanten Zeitpunkt eine Barriere durchschritten wird. Da es sich bei den Inhabern von strukturierten Produkten wie z.B. EFHSX um eine Vielzahl von Bankkunden handelt (...), d.h. um Anleger und nicht um Finanzintermediäre, die ihrerseits allenfalls ein Hedging durchführen und die Funktionsweise eines Hedgings antizipieren würden, stellt die bestimmende Einflussnahme auf den Eintritt des Rückzahlungsereignisses ein Rechts- und Reputationsrisiko für die Emittentin dar. Sie kann sich dem Vorwurf aussetzen, ihr eigenes Verlustrisiko so abzusichern, dass sie die Gewinnchance der Anleger vereitelt. Dies kann als Verhinderung eines für die Anleger günstigen Auszahlungsereignisses wider Treu und Glauben aufgefasst werden (Art. 156 Obligationenrecht [OR; SR 220]). Zudem kann der Eindruck entstehen, die Emittentin verfolge gezielt einen Kurs über oder unter einer bestimmten Barriere und begehe damit eine Marktmanipulation nach Art. 33f BEHG. Damit setzt sich die Emittentin zivilrechtlichen Haftungsrisiken und dem Risiko einer Schädigung ihrer Reputation als Anbieterin strukturierter Produkte aus.

(41) Das Erfordernis eines angemessenen Risikomanagements (...) verlangt, dass die Emittentin eines strukturierten Produkts die mit dem Hedging zusammenhängenden Rechts- und Reputationsrisiken erfasst, begrenzt und überwacht.

3. Marktmanipulation

3.1 «Marking the Close»

(42) Die Händler von X._____ gaben in der Schlussauktion des (...) Verkaufsaufträge in (...) ein, die aufgrund ihres grossen Volumens (...) und ihrer Limitierungen (verteilt auf die ... Stufen ...) unausweichlich zur Folge hatten, dass der Schlusskurs von (...) in den Bereich von (...) bis (...) zu liegen kam (...). Als Folge dieser Verkaufsaufträge resultierte ein Schlusskurs von (...).

(43) Die unternehmensinterne Kommunikation (...) zeigt, dass die Händler den Kurs gezielt unter das Trigger Level des Produkts (...) von (...) bewegen wollten, um einen Gewinn auf dem Produkt zu erzielen (z.B. «You need to make some money back on Monday»; «Mathematically, which brings more like a higher chance of finishing below the barrier?»). Der Kurs sollte aber nur knapp unter das Trigger Level und nicht zu tief gedrückt werden, weil sonst der Verlust auf der Hedgeposition an (...) -Aktien den Gewinn auf dem Produkt neutralisiert hätte (z.B. «If you sell stupid like, given you make 3M on the digital, if it goes down below the trigger – when do you start losing money again?» «Why so low? Because you're going to lose like 2M on that.»). Folglich verfolgten die Händler ein Kursziel im Bereich von (...) bis (...). Aufgrund des bestimmenden Volumens der limitierten Verkaufsaufträge in der Schlussauktion erfolgte eine Punktlandung genau innerhalb des anvisierten Bandes. Damit hat X._____ kurz vor Börsenschluss umfangreiche Verkäufe mit dem Ziel ausgeführt, den Schlusskurs von (...) zu beeinflussen («Marking the Close»), womit eine Marktmanipulation vorliegt. Insofern hat X._____ die aufsichtsrechtliche Bestimmung von Art. 33f BEHG schwer verletzt.

3.2 Keine alternative Erklärungsmöglichkeit für Marktverhalten in der Schlussauktion

3.2.1 Kein Verfolgen der Hedgingstrategie

(44) X._____ begründet das grosse Volumen ihrer Verkaufsaufträge in der Schlussauktion des (...) damit, dass sie zwecks Hedging der Risiken im Produkt (...) eine Position an (...) -Aktien aufgebaut habe und diese im optimalen Zeitpunkt in der Schlussauktion wieder habe abbauen wollen (...).

(45) Hätte X._____ effektiv ihre Hedgeposition abbauen wollen (...), hätte sie die Limiten ihrer Verkaufsaufträge tiefer setzen müssen. Erst zu einem tieferen Preis hätte X._____ genügend Käufer für ihre grosse (...) -Position gefunden. Damit wäre aber der (...) -Kurs in der Schlussauktion deutlich tiefer gefallen, womit X._____ auf dem Verkauf ihrer (...) -Hedgeposition einen derart grossen Verlust erlitten hätte, dass der Gewinn auf dem Produkt neutralisiert worden wäre. Dies war für die Händler im Voraus ersichtlich, und sie wollten einen solchen Ausgang vermeiden (z.B. «You'd rather be long 70M delta at (...), than get down to (...)»). Sie setzten deshalb die Limiten genügend hoch, um den Gewinn zu maximieren. Damit ist das Argument von X._____ widerlegt, dass sie mit ihren Verkaufsaufträgen die Hedgeposition habe abbauen wollen.

(46) Zudem hat X._____ selber einige Tage vor dem Beobachtungstag realisiert, dass aufgrund der Grösse des Produkts sowie der spezifischen Situation, mit drei Basiswerten über dem und einem Basiswert am Trigger Level, ein Hedging nicht mehr durchführbar ist. X._____ ist deshalb vom Modell abgewichen und hat den Hedgingbedarf nicht mehr vollständig abgesichert (...). Somit kann X._____ nicht damit argumentieren, ihr Marktverhalten sei wegen Befolgen des Modells gerechtfertigt gewe-

sen, da dieses gerade nicht mehr befolgt wurde. Ohnehin würde auch ein Befolgen eines Hedgingmodells keineswegs automatisch eine Exkulpation zur Folge haben: Effektengeschäfte, die dem Absichern einer Position dienen, weisen wohl einen wirtschaftlichen Hintergrund auf und entsprechen einem echten ökonomischen Angebots- und Nachfrageverhalten. Es wird deshalb, gemäss Rz. 38 des FINMA-RS 2013/8 «Marktverhaltensregeln», vermutet, dass bei Hedgingtransaktionen kein Verstoss gegen das Verbot der Marktmanipulation von Art. 33f BEHG vorliegt. Wie das Rundschreiben ausdrücklich festhält, handelt es sich hierbei aber lediglich um eine Vermutung, jedoch nicht um einen «Safe Harbor» (zulässige Verhaltensweisen, die als Ausnahmen von den aufsichtsrechtlichen Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation zu verstehen sind [vgl. Art. 33f Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 55a ff. BEHV]). Ein Hedging erlaubt selbstverständlich nicht, wie vorliegend geschehen, ein Kursziel zu verfolgen.

3.2.2 Kein marktschonendes Vorgehen

(47) Nach Angaben von X._____ seien die Limiten ihrer Verkaufsaufträge im Bereich von (...) bis (...) gesetzt worden, weil die Händler marktschonend hätten vorgehen wollen. Ohne die Limiten wäre der Schlusskurs von (...) deutlich stärker eingebrochen (...).

(48) Dieses Argument steht zunächst im Widerspruch zum Vorbringen, dass X._____ eine Hedgingstrategie befolgt habe. Unstreitig verlangte die Hedgingstrategie keine Setzung von Limiten just unterhalb des Trigger Levels.

(49) In den Telefongesprächen zwischen den Händlern finden sich zwar tatsächlich auch Hinweise darauf, dass die Limiten gesetzt wurden, um den Einfluss auf den Schlusskurs zu minimieren («You are

going to be liable to accusations of price – whatever – movements. If you put a higher limit, you physically won't move the market by more than 50 bps or whatever, which is defensible, right? [...] Because then you will have the least price impact.»). Wäre es den Händlern aber tatsächlich um ein marktschonendes Vorgehen gegangen, hätten sie nicht die Limiten hoch ansetzen, sondern das Volumen ihrer Aufträge massiv reduzieren bzw. sich gänzlich vom Handel in der Schlussauktion enthalten müssen. Das Anbieten von (...) -Aktien und der daraus resultierende Anteil von 79% am Handelsvolumen in der Schlussauktion können nicht annähernd als marktschonend bezeichnet werden. Vielmehr setzte X._____ für ihr grosses Verkaufsvolumen gezielt hohe Limiten, um das Kursziel zu erreichen.

3.2.3 Keine Notwendigkeit zum Verkauf in der Schlussauktion

(50) Gemäss den Vorbringen von X._____ musste der Verkauf ihrer (...) -Position aus Risikoüberlegungen in der Schlussauktion erfolgen (...). Damit versucht X._____ ihre Marktmanipulation als unausweichlich darzustellen. Das Vorbringen geht jedoch fehl, war der Zeitpunkt des Verkaufs doch keineswegs zwingend. Vielmehr wäre ein Ausweichen auf einen teilweise früheren und teilweise späteren Abbau der Position möglich gewesen.

(51) Bereits der Aufbau der (...) -Position war im erfolgten Ausmass und derart kurz vor dem Beobachtungstag nicht zwingend. So schloss (...) am (...) auf (...). Bis am (...) konnte der Preis maximal auf den Auszahlungsbetrag von (...) steigen. Damit stand das maximale Verlustrisiko von X._____ aus dem Produkt (...) für die nächsten zwei Handelstage fest: Es betrug (...) multipliziert mit der Anzahl ausstehender Zertifikate (...), d.h. knapp (...). Es wäre durchaus zumutbar gewesen, dass X._____ die-

ses Szenario nicht mehr vollständig absichert, zumal ein solches bei der Ausgabe des Produkts im Pricing berücksichtigt werden könnte (...). So wäre bereits bei der Emission das produktinhärente Risiko zu kalkulieren, dass bei Barriereprodukten das Hedging nicht bis zum Schluss perfekt durchgeführt werden kann, wenn sich ein relevanter Wert nahe am Trigger Level befindet. Folglich hätte X._____ nicht am (...) noch im Umfang von (...) -Aktien hinzukaufen müssen (...), sondern hätte stattdessen mit dem marktschonenden Abbau der Position beginnen können.

(52) Für den am Abend des (...) noch verbleibenden Teil der (...) -Aktien wäre es möglich gewesen, diesen erst am Folgetag zu verkaufen. Die Wahrscheinlichkeit, auf dieser Position über Nacht einen massiven Verlust zu erleiden, war sehr gering. Dass X._____ ein solches Risiko selber nicht ernsthaft fürchtete, zeigt sich bereits darin, dass die (...) -Position im Vorfeld des (...) nicht im erforderlichen Ausmass abgebaut wurde. Dieser Abbau blieb aus, weil die Verkaufsofferte auf (...) bis (...) limitiert worden waren. Die Händler führten in den aufgezeichneten Telefongesprächen denn auch aus, dass sie lieber das Overnightrisiko tragen wollen, als einen zu grossen Verlust auf der Auflösung der Position realisieren zu müssen (...). Im Umfang von (...) wurde eine überschüssige Position schliesslich gehalten. Sie wurde zudem am nächsten Morgen nicht sofort abgestossen, sondern gleichmässig und marktschonend über den Tag verteilt verkauft (...). Dies belegt erneut, dass X._____ selber kein grosses Verlustrisiko auf der Position befürchtete, hätte sie diese doch sonst am Morgen sofort abgestossen. X._____ begründet die am (...) gleichmässig erfolgten Verkäufe damit, dass Meldungen, die einen Kurssturz verursachen, in der Regel ausserhalb der Börsenzeiten publiziert werden. Deshalb hätte am Morgen des (...) auf den sofortigen Verkauf der überschüssigen (...) -Position

verzichtet werden können. Dieses Argument überzeugt jedoch nicht, verweist X._____ doch als mögliche Auslöser abrupter Kursstürze z.B. auch auf (...) Terroranschläge (...). Solche Ereignisse können aber auch während der Börsenöffnungszeiten eintreten, womit das Risiko (...) tagsüber nicht wesentlich anders war als in der Nacht vom (...) auf den (...). Wäre dieses Risiko ernsthaft gefürchtet worden, hätte am Morgen des (...) konsequenterweise ein sofortiger Verkauf der gesamten überschüssigen Position erfolgen müssen.

(53) Soweit X._____ auf das «Risikomodell» verweist, dem «aus prinzipiellen Gründen» nicht zuwidergehandelt werden sollte (...), sind die Vorbringen widersprüchlich, anerkennt X._____ doch ebenfalls, dass die umfangreichen Absicherungsgeschäfte gemäss Modell gar nicht mehr durchführbar waren (...). So beruhen die Modellberechnungen auf der Annahme unbegrenzter Marktliquidität. Sobald aber mit hohen Volumen abgesichert werden muss, wirkt sich diese realitätsfremde Annahme in einer starken Beeinflussung des Kurses aus. In einer solchen Situation muss nach vordefinierten Regeln vom Modell abgewichen werden. Die Risk Control-Funktion des Effektenhändlers muss diesen Prozess bei der Bemessung und Kontrolle von Risikolimiten begleiten.

3.2.4 Emissionsgrösse ist nicht Hauptursache für Marktverhalten in der Schlussauktion

(54) Die aufgetretenen Schwierigkeiten rund um die Absicherung des Produkts (...) hätten weitgehend vermieden werden können, wenn das Produkt mit viel geringerem Volumen ausgegeben worden wäre. Erst die Grösse des Produkts führte dazu, dass mit grossen Volumina gehedged werden musste. Ein kleineres Produkt hätte kleinere Absicherungsgeschäfte erfordert, die kaum das Potenzial gehabt

hätten, über den Kursverlauf eines liquiden Titels wie (...) zu bestimmen. Eine Beschränkung des Emissionsvolumens wäre ohne grössere Umstände möglich gewesen. Beispielsweise hätten mehrere ähnliche Produkte gestaffelt ausgegeben werden können, deren Beobachtungstage einige Zeit auseinanderliegen. Dadurch hätten sich nicht die gesamten Hedginggeschäfte auf einen bestimmten Tag ausgerichtet.

(55) X._____ anerkennt, dass die Emissionsgrösse von (...) unangemessen war. Soweit X._____ daraus aber ableiten will (...), es liege nur gerade ein mangelhaftes Risikomanagement bei der Ausgabe des Produkts vor, ist dem zu widersprechen. Vielmehr hat X._____ in der Schlussauktion des (...), sowie bereits einige Tage vor dem Beobachtungstag, Entscheide getroffen, die eine Verletzung der Marktverhaltensregeln zur Folge hatten. So hätte die optimale Position an (...) -Aktien, die unabhängig vom Eintreten des Autocall Events am (...) noch gehalten werden sollte, bereits mehrere Tage vor dem Beobachtungstag definiert werden können. Danach hätte die überschüssige Position marktschonend bis am (...) abgebaut werden können (wie soeben dargestellt, vgl. ...). Anstelle dieses Vorgehens belies X._____ den Händlern völlig freie Hand. Das ihnen eingeräumte Ermessen nutzten die Händler derart, dass sie die vermeintliche Hedgingstrategie ad hoc dem aktuellen Gewinninteresse von X._____ anpassten, damit den (...) -Kurs gezielt beeinflussten und eine Marktmanipulation begingen.

(56) Die den Händlern gewährte Handlungsfreiheit wirft ausserdem Fragen an der Wirksamkeit der Compliance und Risk Control (...) im Institut auf. So war Compliance zwar in die Diskussionen einbezogen, doch intervenierte sie zunächst nicht. Erst kurz vor Ausführung der Transaktion meldete Compliance (richtigerweise), es finde ein verbotenes «Marking the Close» statt (...). Trotz letztlich erkannter Rechts-

verletzung liess sich Compliance von der gegenteiligen Meinung des Handels überzeugen, was die Frage aufwirft, ob die Geschäftsleitung der Compliance innerhalb des Instituts eine genügend starke Stellung und ausreichende Kompetenzen eingeräumt hat.

3.3 Fazit

(57) Keine der von X._____ vorgebrachten Begründungen vermag ihr Marktverhalten in der Schlussauktion des (...) zu rechtfertigen. Damit bestätigt sich die Feststellung der schweren Verletzung der Marktverhaltensregeln (...).

4. Mangelhaftes Risikomanagement

(58) Über die vorgenommene Marktmanipulation hinaus ist auch das Risikomanagement von X._____ grundsätzlich zu beanstanden.

(59) Einige Tage vor dem Beobachtungstag im Jahr (...) wurde klar, dass sich das Risiko, wonach die Absicherungsgeschäfte von X._____ über den Eintritt des Autocall Events entscheiden (...), verwirklichen könnte. Nicht nur aufgrund der Grösse, sondern auch aufgrund des Designs des Produkts mit (...) Basiswerten und jährlichen Beobachtungstagen, handelte es sich hierbei um ein produktinhärentes Risiko. Dieses war ohne Weiteres vorhersehbar. Daher wäre von X._____ (...) zu erwarten gewesen, dass sie für einen solchen Fall risikominimierende Prozesse implementiert hat. Beispielsweise hätten die Händler angewiesen werden können, mit dem Hedging einen Anteil von 25–30% am gesamten Tagesvolumen in einem Basiswert nicht zu überschreiten und an Beobachtungstagen, an denen sich der Kurs in der Nähe der Barriere befindet, eine halbe Stunde vor Börsenschluss keine Aufträge mehr aufzugeben. X._____ hatte jedoch keine solche risikominimierenden Massnahmen implementiert. Die Abläufe vor

dem Beobachtungstag im (...) lassen vielmehr darauf schliessen, dass X._____ vollkommen unvorbereitet in die für sie kritische Situation geriet. Es gab keine passenden, vordefinierten Prozesse oder Vorgaben im internen Weisungswesen. Die mangelhafte Vorbereitung auf eine im (...) Geschäftsfeld typische Risikosituation ist als Mangel des Risikomanagements zu rügen.

(60) Das Verhalten von X._____ ist mit dem Erfordernis eines adäquaten Risikomanagements nach Art. 10 Abs. 2 Bst. a BEHG nicht vereinbar. Indem X._____ sich unnötigen und unverhältnismässig hohen Rechts- und Reputationsrisiken ausgesetzt hat, hat sie auch das Gewährserfordernis nach Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG verletzt. Damit hat X._____ aufsichtsrechtliche Bestimmungen schwer verletzt.

5. Massnahmen

5.1 Gewinneinziehung

(61) Die FINMA kann nach Art. 35 Abs. 1 FINMAG den Gewinn (bzw. den vermiedenen Verlust) einziehen, den eine Beaufsichtigte durch schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen erzielt (bzw. vermieden) hat. Der erzielte Gewinn (bzw. der vermiedene Verlust) bestimmt sich als Differenz zwischen dem effektiven Vermögensstand aufgrund der schweren Verletzung von Aufsichtsrecht und dem hypothetischen Vermögensstand ohne die schwere Verletzung. Ziel der Einziehung ist die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes. Damit soll verhindert werden, dass sich eine schwere Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen lohnt (Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006 [Botschaft FINMAG, BBl 2006, 2849]). Gemäss Art. 35 Abs. 3 FINMAG kann die FINMA den Umfang der einzuzie-

henden Vermögenswerte schätzen, sofern sich deren Umfang nicht oder nur mit unverhältnismässigem Aufwand ermitteln lässt. Die eingezogenen Vermögenswerte gehen nach Art. 35 Abs. 6 FINMAG an den Bund, soweit sie nicht Geschädigten ausbezahlt werden. Die Auszahlung an Geschädigte setzt einen unbestrittenen oder gerichtlich festgestellten Schadenersatzanspruch voraus (BGE 139 II 279, 287).

(62) X._____ hat durch ihr Marktverhalten in der Schlussauktion des (...) Aufsichtsrecht schwer verletzt. Hätte X._____ sich stattdessen vom Handel mit (...) in der Schlussauktion enthalten, hätte ein Kurs von etwa (...) resultiert (...) und der Autocall Event wäre eingetreten.

(...)

(67) Folglich ist der unrechtmässig erzielte Gewinn vom (...) im gesamten Betrag von (...) nach Art. 35 FINMAG einzuziehen. Ein unbestrittener oder gerichtlich festgestellter Schadenersatzanspruch gegen X._____ ist nicht bekannt, zumal die meisten Inhaber des Zertifikats (...) vom später eingetretenen Autocall Event, dank des höheren Rückzahlungs Betrags von (...) statt (...) je Zertifikat, finanziell profitiert haben. Die Einziehung hat somit zugunsten des Bundes zu erfolgen.

5.2 Massnahmen zur Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands

(68) X._____ hat bereits eine Reihe von Massnahmen ergriffen, um eine Situation, wie sie am (...) eingetreten ist, zu verhindern (...). Diese Massnahmen scheinen bei konsequenter Um- und Durchsetzung grundsätzlich geeignet und angemessen. Die FINMA wird jedoch die Angemessenheit, Umsetzung und Wirksamkeit der von X._____ ergriffenen Massnahmen durch einen Prüfbeauftrag-

ten nach Art. 24a FINMAG überprüfen lassen. Gegenstand dieser Prüfung werden unter anderem die vorgenommenen Anpassungen am Hedgingmodell, deren Auswirkungen auf die Risikolimiten, der Umgang mit Limitenverletzungen sowie die diesbezügliche Rolle der Risk Control-Funktion, einschliesslich deren organisatorische Einbindung und fachlichen und personellen Ressourcen, sein (vgl. Rz. (53)). Die Prüfung wird auch die Einhaltung der Marktverhaltensregeln und die Notwendigkeit weiterer Massnahmen beinhalten.

(69) Schliesslich hat das vorliegende Verfahren Fragen an der Wirksamkeit der Compliance aufgeworfen (...). Die FINMA wird deshalb die organisatorische Einbindung und die fachlichen und personellen Ressourcen der Compliance-Funktion von X. _____ durch einen Prüfbeauftragten nach Art. 24a FINMAG überprüfen lassen.

(70) Die Einsetzung des oder der Prüfbeauftragten erfolgt nach Eintritt der Rechtskraft dieses Entscheids mittels separater Einsetzungsverfügung.

(...)

Dispositiv