



Eidgenössisches Finanzdepartement
Rechtsdienst Generalsekretariat
Bernhof
3003 Bern
per Email: regulierung@gs-efd.admin.ch

Zürich, 31. März 2014

**Vernehmlassung zum Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastruktur (FinfraG)
Stellungnahme von FinReg^{UZH}**

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben interessierte Kreise eingeladen, sich zum Entwurf des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastruktur vernehmen zu lassen. Nachfolgend nehmen wir als Mitglieder des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung (FinReg) der Universität Zürich zu einzelnen Aspekten dieses Entwurfs Stellung.

Freundliche Grüsse



Stellungnahme zum Entwurf des FinfraG

1. Notwendigkeit des Gesetzes

Angesichts der starken Verflechtung des schweizerischen Finanzmarkts mit dem der EU erscheint es unter Wettbewerbsgesichtspunkten dringend notwendig, einen mit der Regelung der EU äquivalenten Regelungsrahmen für den Handel mit Derivaten zu schaffen. Man kann geteilter Meinung sein, ob alle in der EU bestehenden Regelungen zum Derivatehandel im Detail sinnvoll sind, was an dieser Stelle offen bleiben muss. Es wäre aus Sicht des Standorts Schweiz jedoch sehr nachteilig, wegen einzelner Bedenken grundsätzlich auf den Marktzugang zur EU zu verzichten. Da der Marktzugang äquivalente Regelungen des Handels mit Derivaten erfordert, muss dieser Gesichtspunkt Vorrang haben. Äquivalenz heisst nicht formale, sondern materielle Deckungsgleichheit der Regelungen, so dass im Detail durchaus etwas Spielraum besteht.

2. Neuordnung der Regelungslandschaft

Sinnvoll erscheint uns auch das Vorhaben des EFD, die gesetzliche Regelung des Schweizer Finanzmarkts auf vier neue Pfeiler zu stellen, um langfristig ein in sich geschlossenes, kohärentes Regulierungssystem zu schaffen. Da die übrigen neuen Pfeiler noch nicht vorliegen, wird auf diesen Aspekt nicht näher eingegangen. Uns erscheint es jedoch wichtig, bereits im heutigen Zeitpunkt zu betonen, dass der Übersichtlichkeit halber künftig bestimmte, zentrale Regelungen „vor die Klammer“ gezogen werden. Dies gilt etwa für den Gewährsartikel und die Strafbestimmung über die Verletzung beruflicher Geheimnisse, die in mehreren finanzmarktrechtlichen Gesetzen enthalten sind und die jetzt im FinfraG wiederholt werden.

3. Überführung von Regelungen aus dem BEHG ins FinfraG nach der Methode 1:1

Das FinfraG enthält zahlreiche Regelungen, die wörtlich aus dem BEHG „transplantiert“ werden. Diese Methode scheint zwei Umständen geschuldet. Zum einen will man offenbar rasch das Gesetz verabschieden, um die Äquivalenz mit der Regelung der EU *rechtzeitig* zu erreichen. Bei inhaltlichen Änderungen könnten ausgiebige und lange Diskussionen folgen. Zum anderen beruht die Methode sicherlich auf dem Gedanken, dass man Bewährtes nicht ohne Not über Bord wirft. Diese Methode 1:1 erweist sich aber nicht immer als sinnvoll.

- Es gibt unstreitig vorhandene Schwächen des bisherigen Rechts, die man damit fort schreibt. So ist nach dem Fall Hildebrand deutlich geworden, dass das Schweizer Insiderrecht einen zu engen Anwendungsbereich hat, da es private Devisengeschäfte nicht erfasst. Wenn sich ein solcher Vorgang wiederholt, ohne dass der Gesetzgeber auf den ersten spektakulären Anlass reagiert hat, können Reputationsschäden für den Standort Schweiz entstehen, die sich jetzt ohne grossen Aufwand vermeiden liessen. Längere Diskussionen sind nicht zu befürchten, da das Meinungsbild nach unserem Eindruck in dieser Sache recht klar ist. Wenn man im Bereich des Insiderhandels ohnehin reformiert, sollte man überlegen, auch den Elektrizitätsmarkt in das Verbot des Insiderhandels einzubeziehen und die Kursmanipulation auf Indizes (LIBOR etc.), Rohstoffmärkte und Elektrizität auszudehnen, um die Integrität dieser Märkte und letztlich auch die Konsumenten zu schützen.
- Die 1:1-Transplantation bewirkt (neue) Verwerfungen, da sich durch das FinfraG das Umfeld für Finanzmarktinfrastrukturen ändert, die gesetzliche Regelung aber gleich bleibt. So will das Gesetz den heute schon tatsächlich vorhandenen Wettbewerb zwischen Börsen einerseits und anderen Handelsplattformen andererseits unter gleiche Ausgangsbedingungen stellen. Daher unterwirft es nun auch multilaterale Handelssys-

teme und organisierte Handelssysteme (MTF und OTF) der staatlichen Aufsicht. Zugleich hält es an dem Gedanken der Selbstregulierung fest. Die dem Handelsplatz nach Art. 26 Abs. 1 FinfraG übertragenen Regulierungs- und Überwachungsaufgaben müssen durch eine unabhängige Stelle innerhalb des Handelsplatzes (Handelsüberwachungsstelle) wahrgenommen werden. Die Börsen als derjenige Handelsplatz, an dem die Effekten kotiert sind, haben ein Kotierungsreglement zu erlassen, in dem die Börsenfolgepflichten, wie Ad hoc-Publizität und Meldung von Managementtransaktionen, geregelt sind. Verstösse gegen diese Vorgaben werden derzeit von SIX Exchange Regulation geahndet. Diese Börsenfolgepflichten kommen jedoch dem Markt als Ganzes zu, so dass auch die MTF und OTF davon profitieren. Sie aber tragen nicht die finanziellen Lasten, die eine solche Überwachung der Börsenfolgepflichten verursacht, so dass das Gesetz an dieser Stelle eine neue Wettbewerbsverzerrung verursacht.

- Hinzu kommt ein durch das Gesetz selbst ausgelöster institutioneller Interessenkonflikt. Die Trägerin der Swiss Exchange ist in einem Zwiespalt. Sie ist einerseits ein profitorientiertes Unternehmen, das auf Kosteneinsparungen bedacht sein muss. Andererseits trägt sie die Personalkosten für die Überwachung und zwar unabhängig von ihrem Umsatz. Bei sinkenden Umsätzen¹ entsteht daher der starke Anreiz, gerade in den Bereichen des Unternehmens zu sparen, in denen kein Profit generiert wird, also etwa bei der Überwachung. Es ist daher sinnvoll, der Börse nur die Selbstregulierung für technische Standards und die Börsenkotierung zu überlassen, die Einhaltung der an die Kotierung geknüpften Börsenfolgepflichten (die ja gerade nicht nur im Interesse der Börse, sondern aller Marktteilnehmer und Handelsplätze erfolgt) aber auf die FINMA zu verlagern.
- Durch die 1:1-Transplantation bleibt die im Schweizer Recht streitige Frage, ob die Selbstregulierungserlasse der Börse Schutznormen i.S.v. Art. 41 OR sind, weiterhin offen, was zu bedauern ist. Dies sei an einem Beispiel aufgezeigt: Die Schweiz hat im Gegensatz zur EU die Frage, ob es eine Haftung für fehlerhafte Ad hoc-Meldungen gibt, nicht geklärt. Die Erfahrung zeigt, dass manche Unternehmen bewusst Bussen in Kauf nehmen, weil der durch eine fehlerhafte Ad hoc-Mitteilung erzielte Vorteil deutlich grösser ist als die Busse. In Deutschland führte dies zu einer ganzen Serie von Skandalen mit sehr grossen Schäden für die Anleger (Biodata, Informatec, EM TV etc.). Erst seit der Einführung einer zivilrechtlichen Haftung missbrauchen kotierte Unternehmen in Deutschland die Publizitätsvorgaben nicht mehr, da die Schadenersatzdrohung die notwendige Prävention bewirkt.

4. Zweckartikel

Der Zweckartikel ist abweichend zum BEHG formuliert und bezweckt neu „den Schutz der Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer sowie die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger“. Man fragt sich, ob mit dieser Änderung eine inhaltliche Neuausrichtung bezweckt wird (der erläuternde Bericht zur Vorlage, S. 27, verneint dies, der Wortlaut legt das Gegenteil nahe) und Anleger künftig nur im Hinblick auf Gleichbehandlung geschützt werden, nicht aber auch sonst. Für eine derartige Einschränkung des Zweckartikels liegen unserer Ansicht nach keine sachlichen Gründe vor. Auch im Hinblick auf die Finanzmarktteilnehmer scheint der Artikel verkürzt, da man aus der jetzigen Formulierung im Umkehrschluss ableiten könnte, dass ihnen kein Anspruch auf Gleichbehandlung zusteht. Zudem weckt die Neu-

¹ Im Aktienhandel büsst die SIX Swiss Exchange gerade massiv ein und verzeichnet nur noch einen Marktanteil von knapp über 60%, vgl. NZZ 09.10.2013, „Kampf der Handelsplattformen - Schweizer Börse verliert unangenehm viel Marktanteil.“

formulierung des Zweckartikels Zweifel daran, ob die zu den wörtlich aus dem BEHG übernommenen Vorschriften entwickelte Auslegung weiterhin Bestand hat oder ob der veränderte Zweckartikel auch in eine veränderte Auslegung mündet. Die Änderung des Zweckartikels hätte also eine weitreichende Rechtsunsicherheit zur Folge.

5. Systemrelevanz der Börsen und anderer Handelsplätze

Art. 21 FinfraG und Art. 19 ff. NBG sehen als potentiell systemrelevante Infrastrukturen nur Zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer und Zahlungssysteme vor, nicht aber Börsen, MTF oder OTF. Die Mehrheit aller Rechtsordnungen trifft eine derartige Unterscheidung, da Handelsplätze regelmässig kein Gegenparteirisiko tragen. Dennoch kann der Konkurs oder der nur zeitweilige Ausfall einer Börse verheerende Auswirkungen auf die Wirtschaft eines Landes haben. Die Trägergesellschaften von Handelsplätzen haben typischerweise eine geringe Kapitalausstattung und sind daher nicht in der Lage, grössere Schocks (man denke nur an den Flash Crash an der NYSE und an den Haftungsfall beim IPO von Facebook) zu verkraften. Zwar verwenden Börsen Haftungsfreizeichnungen, doch ist fraglich, ob eine solche nach Schweizer Recht Bestand hat, da man mit ihnen beim Handel und beim IPO letztlich die Hauptleistungspflicht abbedingt. Es erscheint uns daher unerlässlich, auch inländische Handelsplätze (Börsen, MFT und OTF) in Art. 21 FinfraG und Art. 19 ff. NBG aufzunehmen, so dass an Hand des Einzelfalls geprüft werden kann, ob eine Systemrelevanz des Handelsplatzes vorliegt.

Gerade bei einer bedeutenden Börse, wie der SIX Swiss Exchange, spricht Vieles dafür, dass die Indikatoren für Systemrelevanz erfüllt sind: Systemrelevanz wird gemäss FinfraG dann bejaht, wenn die Nichtverfügbarkeit einer Finanzmarktinфраstruktur zu schwerwiegenden Verlusten, Liquiditätsengpässen oder operationellen Problemen bei Finanzintermediären führen oder schwerwiegende Störungen an den Finanzmärkten zur Folge haben kann. Die Empirie hat eindrücklich gezeigt, dass Börsenpannen sehr wohl ein grosses Störpotential aufweisen, das sich in der Vernichtung von Börsenwerten bzw. konkreten Schäden oder in operationellen Problemen von Marktteilnehmern äussern kann – man denke nur daran, wie viele Schäden allein die fehlenden Transaktionsbestätigungen im Fall Facebook angerichtet haben. Vereinzelt waren zudem sogar Ansteckungseffekte von Börsenpannen zu beobachten (so etwa beim Flash Freeze an der NASDAQ im August 2013, als für grosse Technologietitel wie etwa Apple infolge des „Blackouts“ auf NASDAQ auch auf anderen amerikanischen Regionalbörsen wie Chicago keine stabilen Preisfeststellungen mehr zustande kamen).

6. Hochfrequenzhandel

Da der Entwurf des FinfraG darauf zielt, rasch verabschiedet zu werden, hat man als grundlegende Neuerung nur das unter Äquivalenzgesichtspunkten unbedingt notwendige Thema des Derivatehandels aufgenommen und den im Bereich des Börsenhandels in den letzten 20 Jahren erreichten technischen Fortschritt ausgeblendet. Die SIX Swiss Exchange ist die schnellste Börse der Welt und wirbt damit, dass Börsentransaktionen mit einer Geschwindigkeit von 0,000037 Sekunden ausgeführt werden (Wimpernschlag = 0,350000 Sekunden). Vorteil des schnellen Handels ist es, dass Kursunterschiede zwischen verschiedenen Märkten rascher ausgeglichen werden können, so dass der Kurs eines Wertpapiers weltweit alle verfügbaren Informationen widerspiegelt.

Heute findet ein sehr grosser Teil des Effektenhandels als vollautomatisierter Handel ohne menschliche Intervention statt (Handel zwischen Computern mit Hilfe von Algorithmen). Es gibt zahlreiche Beispiele, dass Fehlprogrammierungen der Effekthändler oder Systemausfälle der Börse dazu geführt haben, dass es zu enormen Kursverlusten oder gar Schäden gekommen ist (genannt seien nur der Flash Crash an der NYSE, der IPO von Facebook an



der NASDAQ und der Flash Freeze an der NASDAQ). Seit 2006 lässt sich eine Häufung ultraschneller Extremereignisse mit Anomalien im Kursverlauf beobachten. Da der Handel in einer Geschwindigkeit stattfindet, die ausserhalb menschlicher Reaktionszeiten liegt, besteht die Gefahr systemischer Instabilitäten. Es gibt zwar noch keinen Präzedenzfall, bei dem der Hochfrequenzhandel zu einem systemischen Ereignis geführt hat, doch gebietet es das kapitalmarktrechtliche Vorsorgeprinzip (dazu Contratto, GesKR 2014, Heft 3), nicht erst abzuwarten, bis es so weit ist, sondern die bereits klar auf dem Tisch liegenden Warnzeichen ernst zu nehmen, sofern eine grosse Eintrittswahrscheinlichkeit kombiniert mit einem hohen Schadenspotential gegeben sind. Die EU wartet ebenfalls nicht ab, sondern wird den Hochfrequenzhandel in der MiFID II regeln. Da die Schweiz auch in Bezug auf die Drittstaatenregelung der MiFID Äquivalenz herstellen will, um den Zugang zum EU-Finanzmarkt zu behalten, sollte man dieses Thema gleich jetzt mitregeln. Notwendig ist eine gesetzliche Verankerung, wonach die im Hochfrequenzhandel aktiven Effekthändler und Handelsplätze verpflichtet werden, den Nachweis stabiler und belastbarer Systeme zu führen, Interessenkonflikte zu vermeiden (da die Effekthändler einen grossen Teil des Umsatzes der Handelsplätze generieren) und über eine ausreichende finanzielle Ausstattung zu verfügen, um die sehr teure Infrastruktur des Hochfrequenzhandels angemessen aufrecht und à jour zu erhalten. Die Regelung des Art. 11 FinfraG bietet zwar einen Ansatz für die Pflicht zur Geschäftskontinuität, erfasst aber nur die Handelsplätze und nicht den im FinfraG nun ausgeklammerten Effekthändler. Nicht ausreichend geregelt ist auch die Pflicht zu Notfallvorkehrungen, die sich nach Art. 12 FinfraG allein auf die informationstechnischen Systeme bezieht und nicht auf die Handels- und Abwicklungssysteme sowie Effekthändler. Auch erfasst Art. 29 FinfraG nicht die Bank oder den Effekthändler, die Hochfrequenzhandel betreiben.

Es ist daher eine gesetzlich gesteuerte Rahmenordnung zur Sicherstellung eines geregelten Handels erforderlich. Diese sollte z.B. die Prozesse von automatischen Handelsunterbrüchen bei extremen Kursausschlägen regeln. Hier wäre zwingend vorzusehen, dass die Handelsplätze untereinander Koordinationsprozesse mit anderen Handelsplätzen zu implementieren haben. Zur Verbesserung der Transparenz und zur besseren Aufklärung von Schadenfällen müssten die Handelsregeln ausserdem vorsehen, dass Transaktionen von Hochfrequenzhändlern im System als solche gekennzeichnet werden. In den vorgenannten Bereichen muss die Selbstregulierungsbefugnis der Börsen bezüglich der Organisation des Handels und hinsichtlich ihrer Betriebsorganisation durch gesetzliche Mindeststandards beschränkt werden. Diese könnten unseres Erachtens auch auf Verordnungsstufe erfolgen, sollten aber in jedem Fall nicht nur die Risiken der Handelsplätze, sondern auch diejenigen der im Hochfrequenzhandel tätigen Banken und Effekthändler erfassen. Inhaltlich sollte sich die Schweiz an internationalen Standards (insb. IOSCO, EU) orientieren.

Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Prof. Dr. Rolf Sethe
Rechtswiss. Fakultät
Universität Zürich
Rämistrasse 74/12
8001 Zürich
rolf.sethe@rwi.uzh.ch

Prof. Dr. Jean Charles Rochet
University of Zürich
Department of Banking and Finance
Plattenstrasse 32
8032 Zürich
jean-charles.rochet@bf.uzh.ch

Ass.Prof. Franca Contratto
Rechtswiss. Fakultät
Universität Zürich
Rämistrasse 74/15
8001 Zürich
franca.contratto@rwi.uzh.ch