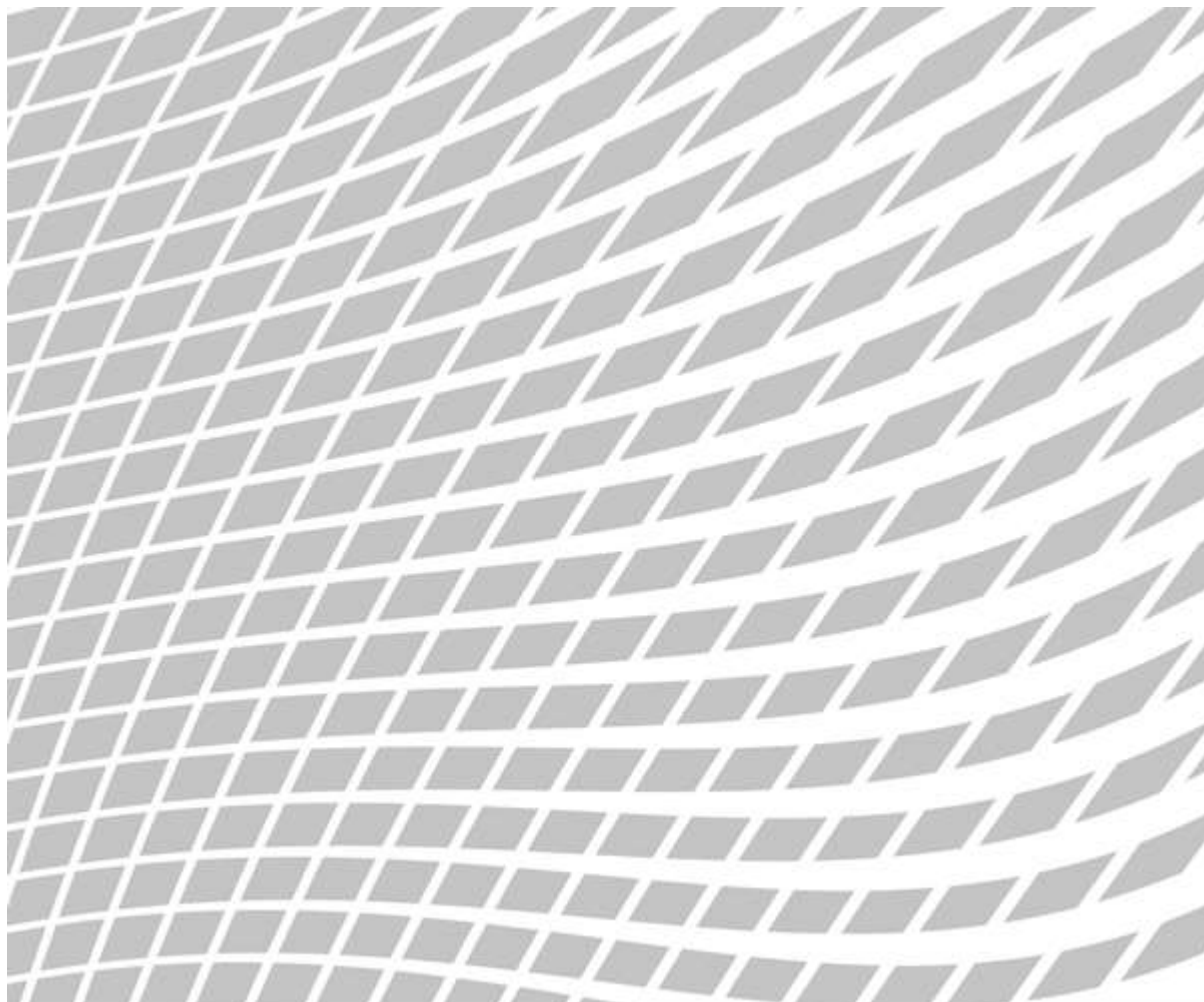


28. September 2016

Rundschreiben 2018/xx „Organisierte Handelssysteme“

Erläuterungsbericht



Inhaltsverzeichnis

Kernpunkte.....	3
Abkürzungsverzeichnis	4
1 Hintergrund und Zielsetzung	6
2 Erläuterungen zum Rundschreiben	8
2.1 Geltungsbereich	8
2.2 Begriffe	8
2.2.1 Organisiertes Handelssystem.....	8
2.2.2 Diskretionärer / Nichtdiskretionärer Handel.....	9
2.2.3 Multilateraler / Bilateraler Handel	10
2.2.4 Exkurs: Abgrenzung von bilateralen organisierten Handelssystemen	12
2.2.5 Gehandelte Finanzinstrumente	12
2.3 Pflichten des OHS Betreibers.....	12
2.3.1 Organisation und Vermeidung von Interessenkonflikten.....	12
2.3.2 Sicherstellung eines geordneten Handels	13
2.4 Handelstransparenz	13
2.5 Meldung.....	14
2.6 Inkrafttreten	14
3 Auswirkungen	15
3.1 Regulierungsbedarf	15
3.2 Regulierungsziele	15
3.3 Auswirkungen.....	15
4 Weiteres Vorgehen.....	16

Kernpunkte

Das Rundschreiben definiert den Begriff „organisiertes Handelssystem“ über Anforderungen, die sich aus den Begriffen „organisiert“ und „Handelssystem“ ableiten. Damit eine Handelsplattform als organisiertes Handelssystem (OHS) gilt, muss i) ein einheitliches und verpflichtendes Regelwerk vorliegen, ii) der Vertragsabschluss innerhalb dieses Regelwerks erfolgen und iii) die Initiative zum Handel von den Teilnehmern ausgehen oder ausgehen können.

Rein interne Transaktionen innerhalb einer konsolidiert beaufsichtigten Finanzgruppe fallen nicht unter die OHS Regulierung.

Der Ermessensspielraum des Betreibers eines diskretionären OHS wird beschränkt auf die Entscheidung, einen Kundenauftrag im Handelssystem zu platzieren oder zurückzunehmen und auf die Entscheidung, einen Kundenauftrag zu einem bestimmten Zeitpunkt nicht mit den im System vorhandenen Aufträgen zusammenzuführen.

Beim bilateralen Handel über ein OHS wird der Betreiber des OHS stets Vertragspartei und ist bei der Ausführung der Geschäfte einem Marktrisiko ausgesetzt.

Das Rundschreiben stellt klar, dass Primärmarkttransaktionen sowie der Verkauf von speziell für einen Kunden erstellten Finanzinstrumente von der OHS Regulierung nicht erfasst werden.

Die vom Gesetzgeber vorgesehen Organisationspflichten für OHS, welche insbesondere dazu dienen, Interessenkonflikte zu vermeiden, wurden im Rundschreiben konkretisiert. Insbesondere müssen Betreiber mehrerer OHS, diese durch wirksame und angemessene Vorkehrungen voneinander trennen.

OHS Betreiber müssen eine effiziente, vom Handel unabhängige Kontrollfunktion einrichten, welche den vorschriftgemässen Handel sicherstellt.

Die Pflicht zur Vorhandelstransparenz knüpft an den Begriff des liquiden Marktes an. Bei der Definition wurde auf die Anzahl Transaktionen innerhalb eines Handelsjahres abgestellt.

FinfraG und FinfraV verzichten bei der Definition des bilateralen OHS auf quantitative Schwellenwerte als Definitionsmerkmale, dies im Gegensatz zur MiFID Definition des Systematischen Internalisierers. Da keine quantitativen Schwellenwerte vorliegen, strebt das Rundschreiben die Abgrenzung über die Begriffsdefinition des „organisiertes Handelssystem“ an.

Abkürzungsverzeichnis

BankG	Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz; SR 952.0)
BEHG	Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; SR 954.1)
E-FIDLEG	Entwurf Finanzdienstleistungsgesetz
FinfraG	Bundesgesetz vom 19. Juni 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz; SR 958.1)
FinfraV	Verordnung des Bundesrats zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (Finanzmarktinfrastrukturverordnung; SR 958.11)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
KKV	Verordnung des Bundesrates über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung; SR 951.311)
MHS	Multilaterales Handelssystem
MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30.4.2004
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173/349 vom 12.6.2014
MiFID-DVO	Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. L 241/1 vom 2.9.2006

MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173/84 vom 12.6.2014
MTF	Multilaterales Handelssystem / <i>multilateral trading facility</i> (MiFID)
OHS	Organisiertes Handelssystem
OTC	<i>Over-the-counter</i>
OTF	Organisiertes Handelssystem / <i>organized trading facility</i> (MiFID)
SI	Systematischer Internalisierer / <i>systematic internaliser</i> (MiFID)

1 Hintergrund und Zielsetzung

Mit dem Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) wurde unter anderem das Ziel verfolgt, den vagen und im internationalen Vergleich nicht mehr aktuellen Begriff der börsenähnlichen Einrichtung durch die präziser definierten und besser abgrenzbaren Begriffe des multilateralen Handelssystems (MHS) und des organisierten Handelssystems (OHS) zu ersetzen. MHS unterscheiden sich von Börsen dadurch, dass sie Effekten zwar zum Handel zulassen, jedoch keine Kotierung der Effekten erfolgt. Sie unterstehen den gleichen Vorschriften wie Börsen und sind somit strenger reguliert als MTF in der Europäischen Union. OHS werden demgegenüber nicht als eigenständige Finanzmarktinfrastrukturen behandelt, sondern ihr Betrieb bleibt den Banken, Effekthändlern, Börsen und MHS vorbehalten. Dem Betreiber eines OHS werden dabei gewisse spezifische Pflichten (insbesondere betreffend Organisation und Handelstransparenz) auferlegt. Mit den Transparenzvorschriften für MHS und OHS wird auch die Problematik der sogenannten *Dark Pools*, bislang kaum regulierter und transparenter Handelsplätze, angegangen.¹

Die Regulierung der MHS und OHS im FinfraG und der FinfraV lehnt sich an den durch die EU mittels den Richtlinien MiFID I und MiFID II sowie der Verordnung MiFIR geschaffenen Rechtsrahmen an. Das europäische Recht kennt neben den Börsen für Handelseinrichtungen die Typen multilaterales Handelssystem (MTF), organisiertes Handelssystem (OTF) und Systematischer Internalisierer (SI). Das schweizerische Recht übernimmt zwar die Bezeichnungen multilaterales Handelssystem und organisiertes Handelssystem, die Definitionen der Einrichtungen weichen jedoch in verschiedener Hinsicht von den europäischen Regeln ab. Die schweizerischen OHS haben einen weiteren Anwendungsbereich als die europäischen OTF, da das bilaterale OHS auch die systematische Internalisierung miterfasst.

¹ Botschaft zum FinfraG, BBl 2014 7483, hier 7485

Nachfolgend ein Überblick über die Tätigkeiten der jeweiligen Handelseinrichtungen:

	Handelseinrichtung	Handel von Effekten	Handel von Finanzinstrumenten, die keine Effekten sind	Multilateraler Handel	Bilateraler Handel	Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln	Vertragsabschluss nach diskretionären Regeln	Handel auf eigene Rechnung (Eigenhandel i.e.S.)
Schweiz	MHS	X	(X)	X		X		
	multilaterales OHS diskretionär	X	X	X			X	
	multilaterales OHS nicht-diskretionär		X	X		X		
	bilaterales OHS	X	X		X	X*	X*	X
EU	MTF	X	X	X		X		
	OTF	X**	X**	X			X	
	SI	X	X		X		X	X

* Beim bilateralen OHS kann der Vertragsabschluss laut Botschaft entweder in nichtdiskretionärer oder in diskretionärer Weise erfolgen. Deshalb werden hier beide Möglichkeiten aufgeführt.

** Die auf OTF handelbaren Finanzinstrumente werden durch Art. 4 Ziff. 23 MiFID II begrenzt. Insbesondere dürfen OTF keine Beteiligungspapiere handeln.

Wobei: X = definitionsgemässe Tätigkeit und (X) = nicht definitionsgemässe, aber unter Umständen mögliche Tätigkeit

Die OHS Definition von Art. 42 FinfraG umfasst drei verschiedene Arten von OHS. Diese decken sich teilweise mit den Handelseinrichtungen MTF, OTF und SI der EU. Ein Schweizer OHS darf beispielsweise in gewissen Fällen nichtdiskretionären Handel betreiben, was einem europäischen OTF nicht möglich ist. Weiter dürfen OHS im Gegensatz zu OTF Aktien handeln. Das bilaterale OHS der Schweiz entspricht teilweise dem SI der EU, allerdings sieht das schweizerische im Gegensatz zum europäischen Recht keine quantitativen Schwellenwerte zur Qualifizierung als bilaterales OHS vor.

Die schweizerische OHS Regulierung verfolgt einen prinzipienbasierten Ansatz. Das Rundschreiben OHS konkretisiert die betreffenden Vorschriften und zeigt auf, wie die FINMA diese im Rahmen ihrer Aufsichtspraxis anwendet. Wie bereits in der Botschaft zum FinfraG festgehalten wird, soll eine Orientierung an den europäischen Rechtsvorschriften in diesem Bereich stattfinden. Entsprechend lehnt sich auch das Rundschreiben in gewissen Bereichen an die europäische Regulierung und Terminologie an.

2 Erläuterungen zum Rundschreiben

2.1 Geltungsbereich

Schweizer Banken, Effektenhändler und Handelsplätze, die in einer Zweigniederlassung oder Gruppengesellschaft im Ausland ein OHS betreiben, müssen dafür sorgen, dass sie die damit verbundenen Risiken erfassen, begrenzen und überwachen können. Dies stimmt mit dem Grundsatz von Art. 3f Abs. 2 BankG überein.

2.2 Begriffe

2.2.1 Organisiertes Handelssystem

Die Begriffsdefinition „Handelssystem“ (Rz 5–15) setzt voraus, dass der Handel nach einem für die Teilnehmer einheitlichen und verpflichtenden Regelwerk erfolgt, dass der Vertragsabschluss innerhalb des Geltungsbereichs des Regelwerks erfolgt und dass die Initiative zum Handel von den Teilnehmern ausgeht oder ausgehen kann.

Weiter wird festgehalten, dass gruppeninterne Geschäfte im Sinne von Art. 115 Bst. a und b FinfraG nicht von der OHS Regulierung erfasst werden. Dieser Absatz nimmt die „intragroup exemption“ von Art. 2 Abs. 1 Bst. b MiFID II auf.

Das für die Teilnehmer einheitliche und verpflichtende Regelwerk muss Bestimmungen über die Teilnahme am System, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und den Handel zwischen den Teilnehmern bzw. den Handel zwischen Systembetreiber und Teilnehmer enthalten. Weiter muss aus dem Regelwerk hervorgehen, dass der Handel zeitlich im Voraus geplant und wiederholt stattfinden soll (keine ausschliessliche ad hoc Handelstätigkeit). Wie häufig sich die Handelsabläufe wiederholen, spielt in diesem Zusammenhang keine Rolle. Das Rundschreiben stellt klar, dass jedes Handelssystem, welches die Funktionalitäten eines OHS erfüllt, unabhängig von seiner Ausgestaltung als OHS zu betrachten ist. Es wird kein bestimmtes technisches System vorausgesetzt, der Begriff ist technikneutral. Deshalb wird beispielsweise auch der Parketthandel erfasst, der die Voraussetzungen gemäss Rz 5 des Rundschreibens erfüllt. Das Vorhandensein eines technischen Systems stellt jedoch einen Anhaltspunkt dafür dar, dass ein Handelssystem vorliegt.

Weiter bedingt das Tatbestandsmerkmal Handelssystem, dass es innerhalb des Systems zum Vertragsabschluss kommen muss (Rz 9–13). Ob die Abwicklung des Vertrags anschliessend innerhalb oder ausserhalb des Systems erfolgt, ist dabei unerheblich. Das gilt auch für bilaterale OHS. In diesem Sinne äussert sich auch die Botschaft zum FinfraG und bestätigt, es sei unerheblich, ob beim bilateralen Handel der Vertragsabschluss nach diskretionären oder nichtdiskretionären Regeln be-

zweckt wird.² Der Gesetzgeber geht mithin davon aus, dass auch der Handel über bilaterale OHS zum Vertragsabschluss innerhalb des Handelssystems führt.

Alle Einrichtungen, die nicht zu einem Vertragsabschluss führen, wie beispielsweise *Bulletin Boards*, *Order-Routing-Systeme*, elektronische Nachhandelsbestätigungsdienste³ oder Systeme zur Portfoliokomprimierung⁴ fallen nicht unter den Begriff des Handelssystems.

In Rz 11 und 12 wird klargestellt, dass auch sog. *Quote*-getriebene Systeme⁵ und *Request-for-Quote* Systeme⁶ erfasst werden. Dies, weil der Vertragsabschluss hier innerhalb des Systems zustande kommt.

Die Initiative zum Handel muss von den Teilnehmern ausgehen können. Dies grenzt OHS beispielsweise von internen Handelssystemen von Vermögensverwaltern ab, bei welchen die Vermögensverwaltungskunden keinen direkten Einfluss auf den Handel haben können. Entsprechend muss das einheitliche und verpflichtende Regelwerk sowohl auf den durch Teilnehmer initiierten Handel zwischen verschiedenen Teilnehmern als auch zwischen Systembetreiber und Teilnehmern ausgerichtet sein (Rz 14 und 15).

2.2.2 Diskretionärer / Nichtdiskretionärer Handel

Gemäss Art. 23 FinfraV gelten Handelsregeln als „nichtdiskretionär“, die dem Handelsplatz oder dem Betreiber eines OHS bei der Zusammenführung von Angeboten keinen Ermessensspielraum lassen. Das bedeutet, dass die Zusammenführung ausschliesslich nach den Regeln des Handelssystems oder mit Hilfe der Protokolle oder internen Betriebsverfahren des Handelssystems (einschliesslich der durch Computersoftware gesteuerten Verfahren) erfolgt. Der Betreiber des Systems darf, nachdem er die Regeln für die Teilnahme am System definiert und die Vertragsschlussmodalitäten hinsichtlich des Zusammenführens von Angeboten (*Orders / Quotes*) festgelegt hat, keinen weiteren Einfluss darauf haben, ob ein Vertrag unter Teilnehmern im Handelssystem zustande kommt.

Im diskretionären Handel kann Ermessen ausgeübt werden, indem entschieden wird, einen Auftrag über ein OHS zu platzieren oder wieder zurückzunehmen und/oder durch den Entscheid, zu einem bestimmten Zeitpunkt einen bestimmten Auftrag nicht mit den im System vorhandenen Aufträgen zusammenzuführen.⁷ Das Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge ist erlaubt, sofern das mit

² Botschaft zum FinfraG, BBl 2014 7483, hier 7539; die Frage musste geklärt werden, da in der Legaldefinition von Art. 42 Bst. c FinfraG (anders als bei Art. 42 Bst. a und b FinfraG) der Zweck des Vertragsabschlusses nicht explizit erwähnt wird.

³ Gemeint sind Dienste, die den beteiligten Teilnehmern an einer Transaktion die Ausführung des Trades bestätigen, vgl. Association für Financial Markets in Europe, Post Trade explained, Feb. 2015.

⁴ Bei einer Portfoliokomprimierung werden gegenläufige OTC-Derivatekontrakte beendet und neue Kontrakte abgeschlossen. Ziel ist es dabei, bei gleichem Marktrisiko durch die Reduktion der Anzahl offener Kontrakte das operative Risiko zu reduzieren.

⁵ Im *Quote*-getriebenen System stellen Market Maker Angebote (*Quotes*) für Finanzinstrumente.

⁶ In einem *Request-for-Quote* System wird der eigentliche Vertragsschluss dadurch eingeleitet, dass der Systemteilnehmer die Gegenpartei auffordert, für eine bestimmte Stückzahl einer bestimmten Effekte bzw. eines bestimmten Finanzinstruments ein Angebot zu stellen (*Request-for-Quote*).

⁷ Regelung des Ermessens in Anlehnung an Art. 20(6) MiFID II.

der Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Aufträgen vereinbar ist oder die betroffenen Kunden ausdrücklich auf eine bestmögliche Erfüllung verzichtet haben (Art. 39 Abs. 3 FinfraV). Den Kunden muss vorab dargelegt werden, wie das Ermessen ausgeübt wird, dies ergibt sich aus den Grundsätzen der bestmöglichen Ausführung (Rz 32) und der Gleichbehandlung (Rz 34).

Sofern die Teilnehmer zum Vornherein mit dem Systembetreiber gewisse Vereinbarungen treffen können, wie z.B. dass mit bestimmten Gegenparteien keine Geschäfte abzuschliessen sind (z.B. mit gewissen Typen von Fonds) oder dass nur Aufträge über oder unter einem bestimmten Schwellenwert ausgeführt werden, so ist nicht von einem Ermessen im Sinne des diskretionären Handels auszugehen. Vielmehr handelt es sich dabei um eine im Voraus getroffene Vereinbarung zwischen Systembetreiber und Teilnehmer, die dem Systembetreiber im Einzelfall keinen Ermessensspielraum in der Zusammenführung der Aufträge einräumt.

Massnahmen zur Sicherstellung des geordneten Handels sind nicht als Ermessensausübung im Sinne eines diskretionären Handels zu verstehen .

2.2.3 Multilateraler / Bilateraler Handel

Für die Definition des Begriffs multilateral wird auf die Legaldefinition von Art. 22 FinfraV verwiesen, wonach multilateraler Handel dann vorliegt, wenn die Interessen einer Vielzahl von Teilnehmern am Kauf und Verkauf von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten innerhalb des Handelssystems zu einem Vertragsabschluss zusammengeführt werden. Dem System kommt somit eine Marktplatzfunktion zu.

Weiter wird festgehalten, dass der multilaterale Handel in dem Sinne neutral sein muss, dass eine Ausführung von Kundenaufträgen gegen das eigene Buch des Systembetreibers oder eines gruppenangehörigen Unternehmens unzulässig ist. Diese Neutralität wird auch bei Handelsplätzen gelebt und stellt ein wichtiges Abgrenzungskriterium zum bilateralen Handel dar, bei welchem die Kundenaufträge stets gegen das eigene Buch ausgeführt werden und der Betreiber dadurch das Marktrisiko übernimmt.

Zur Klarstellung wird im Rundschreiben festgehalten, dass mit dem Tatbestandsmerkmal einer „Vielzahl von Teilnehmern“ gemeint ist, dass das System über mindestens drei aktive Teilnehmer verfügen muss, welche gleichzeitig ihre Angebote untereinander austauschen können.

Auch das Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge (*matched principal trading*) ist als multilateraler Handel zu betrachten. Dies obwohl der Betreiber des OHS für eine logische Sekunde als Partei zwischen Käufer und Verkäufer tritt. Beim Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge tritt der Betreiber zwischen Käufer und Verkäufer, er ist also sowohl für Käufer und Verkäufer Gegenpartei. Allerdings müssen die Transaktionen simultan ausgeführt werden, der Betreiber darf sich bei der Transaktion keinen Marktrisiken aussetzen.

Das Zusammenführen von sich deckenden Kundenaufträgen ist als multilateraler Handel zu qualifizieren, da hier materiell die Interessen einer Vielzahl von Teilnehmern am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten zusammengeführt werden.

Weiter wird in Rz 22 eine Ausnahme für den Handel mit illiquiden Finanzinstrumenten vorgesehen, die von einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft begeben werden.⁸ Die Terminologie orientiert sich am Recht der kollektiven Kapitalanlagen (Art. 83 KKV).

Bei der Handelstätigkeit eines bilateralen OHS steht stets der Betreiber des Handelssystems als Gegenpartei des Geschäftsabschlusses fest.⁹ An die Stelle eines neutralen Systembetreibers, der Angebot und Nachfrage einer Vielzahl von Teilnehmern zusammenführt, ohne dabei Vertragspartner zu werden, tritt in diesen Systemen der Betreiber selbst als Vertragspartei auf.

Bilaterale OHS betreiben Eigenhandel auf eigene Rechnung und übernehmen das damit verbundene Marktrisiko, während multilaterale OHS durch das Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge ausschliesslich in bestimmten Fällen Eigenhandel betreiben dürfen, welcher sie keinem Marktrisiko aussetzt. Die beiden Formen von Eigenhandel grenzen sich folgendermassen ab:¹⁰

- Handel auf eigene Rechnung: der Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals. Der Eigenhändler trägt dabei ein Marktrisiko. Beim Handel auf eigene Rechnung handelt es sich um *bilateralen Handel* (vgl. Rz 23).
- Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge (*matched principal trading*): der Eigenhändler agiert als Gegenpartei für Käufer und Verkäufer. Dabei führt er die Aufträge gleichzeitig (synchron) so zusammen, dass er während der Ausführung des Geschäfts zu keiner Zeit einem Marktrisiko ausgesetzt ist. Das Geschäft wird zu einem Preis abgeschlossen, bei dem der Vermittler abgesehen von einer vorab offengelegten Provision für seine Dienstleistung weder Gewinn noch Verlust macht. Beim Zusammenführen sich deckender Kundenaufträge handelt es sich um *multilateralen Handel* (vgl. Rz 21). Die Ausnahme von Art. 39 Abs. 3 FinfraV wird im Rundschreiben an dieser Stelle wiederholt, um die Ausnahme korrekt im Kontext des „matched principal tradings“ einzuordnen.

Wenn multilateraler Handel und bilateraler Handel in demselben Handelssystem ausgeführt würden, so kann dies zu Interessenkonflikten führen. Deshalb darf in einem OHS, mit Ausnahme von Rz 22 (illiquide Finanzinstrumente), nur multilateraler *oder* bilateraler Handel ausgeführt werden (vgl. Ausführungen zu den Interessenkonflikten in Kapitel 2.3.1).

⁸ MiFID II sieht im Art. 20 Abs. 3 ebenfalls eine entsprechende Ausnahme für öffentliche Schuldtitle vor.

⁹ Zur Klarstellung sei angemerkt, dass bilateraler Handel auch ausserhalb eines OHS stattfinden kann. Für diesen Handel wird teilweise der Begriff „OTC-Handel“ verwendet. Dieser Begriff wird hier jedoch vermieden, da Art. 97 Abs. 1 FinfraG jeglichen Handel ausserhalb eines Handelsplatzes, also auch den Handel über ein OHS, als „OTC-Handel“ bezeichnet.

¹⁰ Die Definitionen lehnen sich an MiFID II Art. 4 Ziff. 6 und Ziff. 38 sowie an die einleitende Erwägung 24 von MiFID II an. MiFID unterscheidet sich terminologisch in dem Sinne, dass der Begriff Eigenhandel nicht verwendet wird. Der Begriff des Handels auf eigene Rechnung wird in MiFID dafür sowohl als Überbegriff im Sinne des Eigenhandels (vgl. einleitende Erwägung 24) als auch für den Eigenhandel mit Übernahme des Marktrisikos (vgl. Art. 4 Ziff. 6) verwendet.

2.2.4 Exkurs: Abgrenzung von bilateralen organisierten Handelssystemen

Aufgrund des Wortlauts von Gesetz und Verordnung könnten auch Systeme, welche bloss dem Austausch von Angeboten dienen, jedoch nicht zum Vertragsabschluss führen können, als bilaterale OHS betrachtet werden. Zudem fehlen im Vergleich zum systematischen Internalisierer des europäischen Rechts quantitative Abgrenzungstatbestände (Schwellenwerte). Der Begriff des bilateralen OHS ist deshalb auf dem Weg der Auslegung schärfer zu fassen.

Der Begriff des organisierten Handelssystems wird so definiert, dass i) ein einheitliches und verpflichtendes Regelwerk vorliegen muss, ii) der Vertragsabschluss innerhalb dieses Regelwerks erfolgen muss und iii) die Initiative zum Handel von den Teilnehmern ausgehen muss oder ausgehen kann (vgl. Rz 5–15 des Rundschreibens).

Es wurde geprüft, ob quantitative Abgrenzungen für das bilaterale OHS gefunden werden können. Solche quantitative Abgrenzungen könnten aus allfälligen gesetzlichen Anforderungen wie Gewerbsmässigkeit resp. einer „wesentlichen kommerziellen Rolle“ des bilateralen OHS oder einem Erfordernis des systematischen, häufigen Handels abgeleitet werden. Allerdings fehlen in Gesetz und Verordnung sämtliche solche Hinweise auf quantitative Abgrenzungen. Deshalb fehlen die Grundlagen, um eine solche Abgrenzung im Rundschreiben zu konkretisieren.

2.2.5 Gehandelte Finanzinstrumente

Nicht erfasst werden weiter Primärmarkttransaktionen wie auch die Ausgabe von massgeschneiderten Finanzinstrumenten, soweit für diese keine Kurse zum Rückkauf gestellt werden. Denn das Stellen von Kursangeboten auf der Plattform in Kombination mit dem Vertragsabschluss innerhalb des Systems führt zur Qualifikation als OHS (vgl. auch Rz 5–15).

2.3 Pflichten des OHS Betreibers

2.3.1 Organisation und Vermeidung von Interessenkonflikten

OHS müssen vom übrigen Geschäftsbetrieb organisatorisch durch wirksame und angemessene Vorkehrungen getrennt werden. Zudem müssen, falls durch einen Betreiber verschiedene OHS betrieben werden, auch diese organisatorisch voneinander getrennt werden, unabhängig davon, ob es sich dabei um gleiche oder verschiedene Arten von OHS handelt (vgl. Art. 42 FinfraG).

Im Erläuterungsbericht zur FinfraV wird im Zusammenhang mit der Pflicht zur Trennung der Geschäftstätigkeiten auf Art. 20(4) MiFID II verwiesen. Danach ist der Betrieb eines OTF und die systematische Internalisierung innerhalb derselben rechtlichen Einheit untersagt. Das schweizerische Recht verlangt nicht, dass der Betrieb von multilateralen und bilateralen OHS in getrennten juristischen Personen erfolgen muss. Jedoch werden auch nach der schweizerischen Regulierung hohe Anforderungen an die organisatorische Trennung der verschiedenen OHS gestellt. Falls der Betreiber der Handelssysteme bilaterale und multilaterale OHS in derselben juristischen Person betreiben will, so muss

er die verschiedenen OHS durch wirksame und angemessene Vorkehrungen organisatorisch voneinander abtrennen¹¹. Insbesondere muss sichergestellt sein, dass der Transfer von Aufträgen zwischen der bilateralen und der multilateralen Funktion unmöglich ist¹².

Die organisatorische Trennung von bilateralen und multilateralen OHS dient primär der Vermeidung von Interessenkonflikten. Interessenkonflikte können insbesondere beim Eigenhandel entstehen.

Eine vom Handel unabhängige Kontrollfunktion muss den vorschriftsgemässen Handel sicherstellen, die Handelsdaten erfassen und auswerten und allfälliges marktmissbräuchliches Verhalten der FINMA melden. Im Gegensatz zu Handelsplätzen muss der OHS Betreiber (vgl. Art. 27 FinfraG) keine Selbstregulierungsstelle zur Handelsüberwachung im Sinne der Überwachung des Handels auf Insidertatbestände und Marktmanipulationen betreiben.

In Rz 31 ist vorgesehen, dass sämtliche Aufträge und Geschäfte jederzeit chronologisch in der notwendigen Granularität rekonstruierbar sein müssen. D.h. auch Aufträge und Geschäfte des Hochfrequenzhandels müssen zeitlich so granular aufgezeichnet werden, dass die zeitliche Abfolge der eingegangenen Aufträge und getätigten Geschäfte nachvollzogen werden kann. Der Effektenhändler, der ein bilaterales OHS betreibt, kann der Aufzeichnungspflicht gemäss Art. 39 Abs. 2 FinfraV durch die Journalführung nachkommen. Die Aufzeichnungen müssen nicht doppelt geführt werden.

Der OHS-Betreiber muss sicherstellen, dass der Handel ordnungsgemäss und im Sinne der bestmöglichen Ausführung stattfindet (Rz 32). Das Rundschreiben hält fest, dass dieser Grundsatz, der sich bereits aus dem Auftragsrecht und für Effektenhändler insbesondere auch aus Art. 11 BEHG ergibt, ebenfalls für den Betreiber von OHS gilt.

2.3.2 Sicherstellung eines geordneten Handels

Der Betreiber des OHS hat transparente Regeln und Verfahren sowie objektive Kriterien für die wirksame Ausführung von Aufträgen festzulegen. Er muss sicherstellen, dass der Handel auch unter hoher Systembelastung ordnungsgemäss nach den festgelegten Regeln und im Sinne der bestmöglichen Ausführung stattfindet (vgl. oben Kapitel 2.3.1).

2.4 Handelstransparenz

Im Rahmen des Rundschreibens werden nur die wenigen für OHS spezifischen Punkte aufgenommen.

¹¹ Vgl. dazu den Erläuterungsbericht zu Art. 39 FinfraV; bei der Umschreibung der für die Trennung notwendigen Vorkehrungen, wie z.B. den Informationsbarrieren, wurden die Formulierungen von Rz 50 des FINMA Rundschreibens 2013/8 „Marktverhaltensregeln“ beigezogen.

¹² Diese Lösung ist milder als das Verbot der EU, OTF und SI in derselben juristischen Person zu betreiben, führt jedoch zu demselben Ziel.

Das Rundschreiben stellt in Rz 35 klar, dass sich die Bestimmungen zur Vorhandelstransparenz bei OHS auf dieselben Finanzinstrumente wie bei Handelsplätzen (Art. 27 Abs. 1 FinfraV) beziehen. Die Anforderungen an die Vorhandelstransparenz beziehen sich nach gegenwärtigem Stand der FinfraV also ausschliesslich auf Aktien. Die Klarstellung ist erforderlich, da Art. 42 Abs. 1 FinfraV bloss sinn-gemäss auf Art. 27 und 29 FinfraV verweist und somit Auslegungsspielraum betreffend der umfassten Finanzinstrumente offen lässt.

Bilaterale OHS können die Anforderungen der Vorhandelstransparenz durch die Veröffentlichung von verbindlichen Angeboten erfüllen. Das Veröffentlichen von verbindlichen Angeboten entspricht der Natur des bilateralen Handels, bei welchem der Betreiber des OHS als Gegenpartei auftritt und auf das eigene Buch handelt. Falls ein illiquider Markt vorliegt, reicht es, wenn die Angebote auf Anfrage bekannt gegeben werden (Art. 42 Abs. 2 FinfraV).

Der Begriff des liquiden Marktes im Sinne von Art. 42 FinfraV wird in Gesetz und Verordnung nicht definiert. In der Aufsichtspraxis soll auf den Tagesdurchschnitt der Transaktionen, nicht jedoch auf den davon abhängigen Umsatz sowie den Streubesitz der Finanzinstrumente abgestellt werden. Es ist zu erwarten, dass trotz einer gegenüber der EU etwas vereinfachten Definition, ein ähnlicher Anteil der gehandelten Aktien als liquide gelten wird wie in der EU.

Gemäss Rundschreiben gilt der Markt für ein Finanzinstrument als liquide im Sinne von Art. 42 FinfraV, wenn dieses im vergangenen Jahr (Januar bis Dezember) auf dem Handelsplatz der Erstzulassung des Finanzinstruments, im Mittel jeden Handelstag mindestens 100 mal gehandelt wurde. Falls das vergangene Jahr beispielsweise 250 Handelstage umfasst, so muss das Finanzinstrument in diesem Zeitraum mindestens 25'000 mal gehandelt worden sein, damit der Markt als liquide gilt.

Wenn in einem OHS Handel durch die Zusammenführung sich deckender Kundenaufträge (*matched principle trading*) betrieben wird, so dürfen keine Ausnahmen von Vor- und Nachhandelstransparenz gewährt werden¹³.

2.5 Meldung

Die Betreiber eines OHS melden der FINMA, wenn sie ein OHS betreiben oder in Zukunft ein solches betreiben wollen (Art. 29 FINMAG).¹⁴

2.6 Inkrafttreten

Das Rundschreiben tritt am 1. Januar 2018 in Kraft. Dies korrespondiert mit dem Inkrafttreten der durch Art. 129 Abs. 1 FinfraV aufgeschobenen Pflichten. Jene Pflichten für OHS-Betreiber, welche nicht durch Art. 129 Abs. 1 FinfraV aufgeschoben wurden, stehen bereits in Kraft und sind daher bereits einzuhalten. Das Rundschreiben tritt erst am 1. Januar 2018 in Kraft. Damit bleibt den Betreibern ausreichend Zeit zur Implementierung der im Rundschreiben erläuterten Konkretisierungen.

¹³ Pflicht analog zu Erwägung 9 Abs. 3 MiFIR.

¹⁴ S. Botschaft zum FinfraG, BBl 2014 7483, hier. 7540

3 Auswirkungen

3.1 Regulierungsbedarf

Mit dem Erlass des FinfraG wird neu der Begriff des OHS eingeführt. Gesetz- und Verordnungsgeber haben die entsprechenden Regeln in der bewährten Tradition der als Rahmengesetzgebung ausgestalteten Finanzmarktregulierung in prinzipienbasierter Weise erlassen. In ihrem Rundschreiben konkretisiert die FINMA ihr Verständnis der Gesetzes- und Verordnungsbestimmungen und schafft so Rechtsicherheit für die Betroffenen mit Blick auf die Auslegung der neuen Vorschriften. So ist etwa zu bestimmen, welche Anforderungen an eine Handelsplattform gestellt werden, damit diese als OHS qualifiziert. Weiter sind die Trennung des OHS-Betriebs von den übrigen Geschäftstätigkeiten und die Kontrollpflichten des Betreibers zu präzisieren. Zudem muss für die Ausnahme von der Pflicht zur Vorhandelstransparenz bei bilateralen OHS der Begriff des liquiden Marktes definiert werden. Mit den entsprechenden Konkretisierungen wird eine Grundlage geschaffen, sodass die FINMA die Bestimmungen effizient und konsequent durchsetzen kann.

Dass eine entsprechende Konkretisierung der neu eingeführten Bestimmungen zum OHS erforderlich ist, zeigte sich im Übrigen auch dadurch, dass nach Inkrafttreten von FinfraG/FinfraV zahlreiche Branchenvertreter mit verschiedenen Auslegungsfragen an die FINMA gelangt sind. So etwa hinsichtlich verschiedener Begriffsdefinitionen, dem Anwendungsbereich der OHS-Bestimmungen und den Pflichten von OHS-Betreibern.

3.2 Regulierungsziele

Mit FinfraG/FinfraV wurde der vage und im internationalen Vergleich nicht mehr aktuelle Begriff der börsenähnlichen Einrichtung durch die präziser definierten und besser abgrenzbaren Begriffe des MHS und des OHS ersetzt. Damit wird die Rechtssicherheit für die Betroffenen erhöht und das Level-playing-field unter den Handelssystemen verbessert und eine Angleichung an internationale Verhältnisse vorgenommen. Mit der Einführung von Transparenzvorschriften wurde insbesondere im Sinne des Anlegerschutzes auch die Problematik der Dark Pools angegangen.

Das Rundschreiben bezweckt eine einheitliche Anwendung des übergeordneten Rechts. Ziel ist es, die Betroffenen durch eine klare und präzise Auslegung der Bestimmungen, in der technischen Umsetzung zu unterstützen und andererseits eine effektive Aufsicht zu ermöglichen.

3.3 Auswirkungen

Die gesetzliche Definition des OHS (Art. 42 FinfraG) ist sehr weit gefasst, so dass potentiell eine Vielzahl von sowohl durch beaufsichtigte wie auch durch nicht beaufsichtigte Institute betriebene Handelsmodelle als OHS qualifizieren würden. Das Rundschreiben hat deshalb auch zum Ziel, den Anwendungsbereich der OHS-Bestimmungen so zu konkretisieren, dass der gesetzliche Schutzzweck verwirklicht wird, die Auswirkungen der OHS-Bestimmungen aber nicht weiter gehen, als zur Realisie-

rung des Schutzzweckes notwendig. Das Rundschreiben erreicht dieses Ziel, indem das Vorliegen eines OHS von drei kumulativ erforderlichen Voraussetzungen abhängig gemacht wird.

Indem die FINMA ihr Verständnis der OHS-Bestimmungen in einem Rundschreiben darlegt, erleichtert sie den Beaufsichtigten deren Anwendung, fördert ein einheitliches Verständnis dieser Bestimmungen und stellt sicher, dass die notwendigen Daten für die Aufsicht bekannt sind.

Die FINMA geht davon aus, dass der in FinfraG/FinfraV neu geschaffene Regulierungsrahmen für OHS bei den betroffenen Beaufsichtigten zu Anpassungen in ihrer Organisation, in ihren Prozessen und an ihren IT-Systemen erfordern wird. Die entsprechenden Auswirkungen fallen allerdings aufgrund des FinfraG bzw. der FinfraV an. Das Rundschreiben soll mit der Formulierung einer einheitlichen Auslegungspraxis deren Umsetzung erleichtern. Indem das Rundschreiben erst am 1. Januar 2018 in Kraft tritt, bleibt den Betreibern ausreichend Zeit für die Implementierung der im Rundschreiben erläuterten Präzisierungen.

4 Weiteres Vorgehen

Der Anhörungsbericht sowie das verabschiedete Rundschreiben werden voraussichtlich im März 2017 publiziert. Die Inkraftsetzung ist für den 1. Januar 2018 geplant.