

Rundschreiben 2018/1 Organisierte Handelssysteme

Bericht über die Anhörung vom 28. September bis 9. November 2016 zum Entwurf des Rundschreibens "Organisierte Handelssysteme"

25. Januar 2017

Inhaltsverzeichnis

Kernpunkte.....	3
Abkürzungsverzeichnis	4
1 Einleitung.....	5
2 Eingegangene Stellungnahmen	5
3 Ergebnisse der Anhörung und Beurteilung durch die FINMA	6
3.1 Bezeichnung des Systembenutzers.....	6
3.2 Örtlicher Geltungsbereich (Rz 3–4)	7
3.3 Begriff des Organisierten Handelssystems (Rz 5–15).....	8
3.4 Definition diskretionärer Handel (Rz 17)	9
3.5 Definition Multilateraler Handel (Rz 20 – 22)	9
3.6 Definition bilateraler Handel (Rz 23)	11
3.7 Begriff Finanzinstrumente (Rz 24)	12
3.8 Ausnahme für Primärmarkt und speziell für einen Kunden erstellte Finanzinstrumente (Rz 25).....	13
3.9 Ergänzung zu OTC Derivaten (Rz 25)	14
3.10 Pflichten für Betreiber von multilateralen und bilateralen OHS (Rz 26–42)	15
3.11 Sicherstellung eines geordneten Handels (Rz 31–35)	18
3.12 Definition liquider Markt (Rz 37–40).....	19
3.13 Meldepflicht für OHS (Rz 42)	20
4 Weiteres Vorgehen	20

Kernpunkte

1. Die prinzipienbasierte Konkretisierung der FinfraG-Bestimmungen zu den Organisierten Handelssystemen stösst allgemein auf breite Zustimmung.
2. Der Begriff des OHS wird weiter konturiert um die notwendige Rechtssicherheit für die Betroffenen zu schaffen.
3. Der Begriff des diskretionären Handels wird speziell für bilaterale OHS um das Merkmal ergänzt, dass der Betreiber über Eingehen oder Ablehnen eines Vertrags entscheidet.
4. Die Pflichten des OHS-Betreibers werden danach differenziert, ob es sich um ein bilaterales- oder um ein multilaterales OHS handelt. Für bilaterale OHS wird auf die Trennungspflicht von der übrigen Geschäftstätigkeit des Betreibers verzichtet.
5. Betreiber von multilateralen OHS dürfen nicht auf eigene Rechnung an dem von ihnen betriebenen OHS handeln. Dieser Grundsatz gilt nicht, wenn sich der Betreiber denselben Regeln unterwirft wie die anderen Benutzer seines OHS und auch technisch die Chancengleichheit unter allen Teilnehmern gewährleistet ist.
6. An der Regelung, dass Primärmarkttransaktionen und der Verkauf von speziell für einen Kunden geschaffenen Produkten nicht der OHS Regulierung unterstellt werden, wird festgehalten. Es wird im Anhörungsbericht zudem festgehalten, dass diese Regelung insbesondere auch für die Schaffung von Derivaten durch bilateralen Vertrag gilt.

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)
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
FINMAG	Bundesgesetz vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (SR 956.1)
MiFID	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
OHS	Organisiertes Handelssystem
OTC	<i>Over-the-counter</i>
SI	Systematischer Internalisierer / systematic internaliser (MiFID)
ABV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 21. Oktober 1996 über die ausländischen Banken in der Schweiz (SR 952.111)

1 Einleitung

Die prinzipienbasierte Konkretisierung der FinfraG-Bestimmungen zu den Organisierten Handelssystemen stösst auf breite Zustimmung.

Auch die Abgrenzung des OHS-Begriffs über qualitative Kriterien wird begrüsst. Jedoch wird geltend gemacht, die Begriffsdefinition müsse, insbesondere bei den bilateralen OHS, konkreter gefasst werden, um die Abgrenzung von anderen Tätigkeiten des Betreibers sicherzustellen. Um zusätzliche Rechtsicherheiten für die Betroffenen zu schaffen, wird der Begriff des OHS weiter konkretisiert.

Die Anhörung ergab weiter, dass die Abgrenzung von multilateralem und bilateralem Handel sowie die Trennungspflichten von der übrigen Geschäftstätigkeit differenzierter darzustellen ist. Neu werden die Pflichten für Betreiber von multilateralen und bilateralen OHS gesondert behandelt. Trennungspflichten werden nur noch für multilaterale OHS vorgesehen. Weiter wird einem Betreiber der Handel auf eigene Rechnung über sein multilaterales OHS erlaubt, wenn sich der Betreiber denselben Regeln unterwirft wie sie für die übrigen Benutzer gelten und auch in technischer Hinsicht Chancengleichheit mit den übrigen Benutzern des OHS besteht.

An der Regelung, dass Primärmarkttransaktionen und der Verkauf von speziell für einen Kunden geschaffenen Produkten nicht der OHS Regulierung untersteht, wird festgehalten. Im Anhörungsbericht erfolgen dazu nähere Ausführungen. Dabei wird auch festgehalten, dass dieser Grundsatz insbesondere auch für die Schaffung von Derivaten durch bilateralen Vertrag gilt. Damit wird dem Interesse der Branche nach Rechtssicherheit in diesem Bereich Rechnung getragen. Gleichzeitig bleibt die Möglichkeit offen, dass zu einem späteren Zeitpunkt allfällige Plattformhandelspflichten im Derivatehandel über multilaterale OHS erfüllt werden können.

2 Eingegangene Stellungnahmen

Folgende Institutionen haben an der Anhörung teilgenommen und der FINMA eine Stellungnahme eingereicht und waren mit deren Veröffentlichung einverstanden (in alphabetischer Reihenfolge):

- Banque Pictet & Cie SA (Pictet)
- Banque J. Safra Sarasin SA (JSS)
- Schweizerischer Gewerbeverband - Dachorganisation der Schweizer KMU (SGV)
- Dukascopy Bank SA (Dukascopy)

- EXPERTsuisse
- Lenz & Staehelin (L&S)
- Schweizerische Bankiervereinigung (SwissBanking; SBA)
- Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte (SVSP)
- SIX Swiss Exchange (SIX)
- UBS AG (UBS)
- Verband Schweizerischer Assetmanagement- und Vermögensverwaltungsbanken (VAV)
- Verband Schweizerischer Kantonalbanken (VSKB)
- Vereinigung Schweizerischer Privatbanken (VSP)

3 Ergebnisse der Anhörung und Beurteilung durch die FINMA

Wird auf die Randziffern des Rundschreibens (Rz) Bezug genommen wird damit auf die Fassung nach Anhörung referenziert. Verweisungen auf die Fassung gemäss Anhörung werden speziell so benannt.

3.1 Bezeichnung des Systembenutzers

Stellungnahmen

In verschiedenen Stellungnahmen wurde kritisiert, dass im Rundschreiben für die Benutzer eines OHS sowohl der Begriff "Teilnehmer" als auch der Begriff "Kunde" verwendet wird und dies zu Missverständnis führen kann.

Würdigung

Die Terminologie wird vereinheitlicht und Rechtssicherheit geschaffen. Insbesondere soll vermieden werden, dass der Begriff "Teilnehmer" impliziert, ausschliesslich von der FINMA bewilligte Institute analog Art. 34 FinfraG könnten Benutzer eines OHS sein. Das ist nicht der Fall. Der Benutzerkreis eines OHS unterliegt keinen gesetzlichen Beschränkungen. Der Begriff "Kunde" kann bei den Betreibern von OHS zudem Abgrenzungsproblemen gegenüber ihren Kunden aus anderer Geschäftstätigkeit führen. Aus diesen Gründen wird wie in der Anhörung vorgeschlagen, neu allgemein der Begriff "Benutzer" verwendet, für Personen, die die Infrastruktur eines OHS benutzen.

Fazit

Personen die die Infrastruktur eines OHS benutzen wird der einheitliche Begriff "Benutzer" verwendet.

3.2 Örtlicher Geltungsbereich (Rz 3–4)

Stellungnahmen

Die Anhörungsvorlage verlangt, dass Schweizer Banken, Effekthändler und Handelsplätze, die in einer Zweigniederlassung oder Gruppengesellschaft im Ausland ein OHS betreiben, dafür sorgen, dass sie die damit verbundenen Risiken erfassen, begrenzen und überwachen können (Rz 4).

Es wird geltend gemacht, ein OHS solle nicht vom Geltungsbereich des Rundschreibens erfasst werden, wenn sich seine technische Einrichtung nicht in der Schweiz befindet. Dies unabhängig davon, ob die Tätigkeit des Betriebs des OHS einer Schweizer Gesellschaft (z.B. Betrieb in ausländischer Zweigniederlassung) zuzurechnen ist oder nicht.

Weiter wird in einigen Stellungnahmen vorgeschlagen, den Geltungsbereich anhand von Schwellenwerten zu bestimmen. Ein OHS solle der Schweizer Regelung unterstehen, wenn 25% der Belegschaft in der Schweiz arbeiten oder 25% der gleitenden halbjährlichen Durchschnittsvolumen von Kunden mit Sitz oder Wohnsitz in der Schweiz generiert werden.

Würdigung

Die Formulierung in Rz 4 des Rundschreibens trägt dem Umstand Rechnung, dass das Risiko des Betriebs in einer ausländischen Zweigniederlassung der Schweizer Gesellschaft zuzurechnen ist. Deshalb ist es auch sachgerecht, dass die Schweizer Gesellschaft diese Risiken erfassen, begrenzen und überwachen muss. Dieser Grundsatz des Risikomanagements gilt im Übrigen unabhängig vom Rundschreiben (vgl. auch Art. 3f Abs. 2 BankG). Daraus folgt nicht, dass die Bestimmungen des Rundschreibens auch im Ausland umzusetzen wären. Der Betrieb von OHS in ausländischen Zweigniederlassungen untersteht grundsätzlich dem lokalen ausländischen Recht.

Die vorgeschlagene Lösung mit Schwellenwerten ist vor diesem Hintergrund nicht sachgerecht und würde in der Praxis zu Abgrenzungsschwierigkeiten führen.

Fazit

An der Definition des örtlichen Geltungsbereichs wird festgehalten.

3.3 Begriff des Organisierten Handelssystems (Rz 5–15)

Stellungnahmen

In den Stellungnahmen wird allgemein begrüsst, dass die FINMA, die Tätigkeit des organisierten Handelssystems mittels einer einschränkenden, qualitativen Begriffsdefinition von den übrigen Bank- und Effekthändler-tätigkeiten abgrenzt. Angeregt wird, die Abgrenzung insbesondere im Fall des bilateralen OHS noch zu schärfen.

EXPERTsuisse schlägt vor, als Qualifikationsmerkmal für das Regelwerk von OHS zu verlangen, dass dieses Regelwerk *Matching Rules* enthalte, welche das Zusammenführen von Angeboten aufgrund von vorbestimmten Preisbildungsregeln festlegten. Pictet und der VSP schlagen als zusätzliches quantitatives Kriterium vor, dass die OHS Tätigkeit für den Betreiber eine "wesentliche kommerzielle Rolle" spielen müsse. Pictet schlägt weiter eine klarere Abgrenzung der internen Vorgänge, auf die die Benutzer keinen Einfluss haben, vor. Weitere Eingaben regen insbesondere eine Konkretisierung betreffend die Abgrenzung von spontaner, nicht im Voraus geplanter Handelstätigkeit (ad hoc Tätigkeit) vor.

Würdigung

Das quantitative Merkmal der "wesentlichen kommerzielle Rolle" ist für die Anwendung in der Praxis zu wenig fassbar, es bleibt offen, wie diese wesentliche Rolle zu quantifizieren wäre. Zudem könnte dieses Merkmal dazu führen, dass bei kleineren Instituten viel schneller auf ein OHS zu schliessen ist als bei grossen Instituten, welche zahlreichen unterschiedlichen kommerziellen Aktivitäten nachgehen. Weiter wird im Rundschreiben allgemein der Verweis auf die Grundsätze zur Ausführung von Benutzeraufträgen, die Handelsabläufe sowie die Handelszeiten aufgenommen. Die Abgrenzung von internen Handelssystemen, welche bereits im Erläuterungsbericht zum Rundschreiben (S. 9) erwähnt worden ist, wird auf Anregung von VSP und Pictet im Rundschreiben explizit aufgenommen.

Aus der Tatsache, dass bloss Systeme, die nach einem verpflichtenden Regelwerk funktionieren, als OHS qualifizieren können, ergibt sich bereits, dass Handelstätigkeit, die nicht auf der Grundlage eines besonderen Regelwerks erfolgt (sei dies in der Form von z.B. Telefonhandel, E-Banking oder Handel über *Chat*-Kanäle), nicht als OHS qualifiziert. Dies wird im Rundschreiben deshalb nicht speziell erwähnt.

Ferner wurden verschiedene terminologische Anpassungsvorschläge aus den Stellungnahmen übernommen. In der exemplarischen Auflistung von Systemen, welche nicht als Handelssysteme qualifizieren werden auch Systeme zur Indikativen Angabe von Preisen aufgenommen (Rz 10).

Fazit

Um die Begriffsdefinition des OHS zu konkretisieren, werden verschiedene Formulierungsvorschläge übernommen. Insbesondere wird die Anforderung aufgenommen, dass in bilateralen OHS der Handel nach systematischen Regeln erfolgen muss und dass das Regelwerk für multilaterale OHS die Grundsätze zur Ausführung der Benutzeraufträge, den Handelsabläufen sowie die Handelszeiten enthalten muss.

3.4 Definition diskretionärer Handel (Rz 17)

Stellungnahmen

Verschiedene Stellungnahmen bringen vor, dass die Definition des Merkmals "diskretionär" nur auf die Tätigkeit von multilaterale Systeme ausgerichtet sei. Auch bei bilateralen OHS sei der Inhalt des diskretionären Handels zu klären. Hier sei darauf abzustellen, ob der Betreiber des OHS auch darüber entscheiden könne, ob ein Vertrag eingegangen werden solle oder nicht.

Würdigung

Um die Rechtsicherheit für Betreiber von bilateralen OHS zu schaffen, wird die Definition des diskretionären Handels wie vorgeschlagen ergänzt.

Fazit

Die Beschreibung des diskretionären Handels wird ergänzt. Der Betreiber eines bilateralen OHS darf sein Ermessen im Rahmen des diskretionären Handels dahingehend ausüben, dass er darüber entscheiden kann, ob er einen Vertrag eingehen will oder nicht.

3.5 Definition Multilateraler Handel (Rz 20–22)

Stellungnahmen

In den Stellungnahmen wird verschiedentlich kritisiert, dass aufgrund der im Rundschreiben vorgenommenen Auslegung, im multilateralen OHS keine Aufträge gegen das eigene Buch durchgeführt werden könnten. Diese Beschränkung sei zu weitgehend und führe insbesondere dazu, dass bei bestimmten, an multilateralen OHS gehandelten Finanzinstrumenten, die Liquidität reduziert würde.

Die in Rz 22 vorgesehene (an Art. 20(3) MiFID II angelehnte) Ausnahme zugunsten von öffentlichen Schuldtiteln wird von der Mehrheit der Anhörungsteilnehmer als irrelevant abgelehnt. Weiter wird insb. von EXPERTsuisse angeregt, festzulegen, wie mit *back-to-back*-Handel umzugehen sei.

Würdigung

Die Einschränkung, dass in multilateralen OHS keine Geschäfte gegen das eigene Buch getätigt werden dürfen, ist im Interesse des Kundenschutzes und ergibt sich aus dem Schutzgedanken von Art. 44 FinfraG und Art. 39 FinfraV. Im Erläuterungsbericht zu Art. 39 FinfraV wird explizit erklärt, dass die verschiedenen Arten organisierter Handelssysteme (also insbesondere bilaterale und multilaterale Systeme) getrennt zu betreiben sind.

Der Betreiber des OHS verfügt in der Regel über einen Informationsvorsprung gegenüber dem Benutzer des OHS in Bezug auf preisrelevante Tatsachen betreffend die gehandelten Finanzinstrumente. Dieser Informationsvorsprung kann im Fall von Eigenhandel des Betreibers leicht zu Ungunsten des Benutzers ausgenutzt werden.

Ist das multilaterale OHS aufgrund der vorgesehenen organisatorischen Massnahmen (insb. Informationsbarrieren) von der Handelsabteilung des Betreibers abgetrennt, rechtfertigt sich eine differenzierte Betrachtung. Verfügt ein Händler des Betreibers eines OHS aufgrund dieser Massnahmen über keinen Informationsvorsprung, ist technisch die Chancengleichheit mit den übrigen Benutzern sichergestellt und untersteht er denselben Regeln wie die übrigen Benutzer scheinen die Interessen des Kundenschutzes gewahrt. Deshalb soll der Betreiber eines multilateralen OHS *Market Making* und Handel gegen das eigene Buch betreiben dürfen, sofern er im Rahmen des OHS-Regelwerks geeigneten Pflichten für Personen, die gleichzeitig kauf- und verkaufsseitig Liquidität und handelbares Volumen stellen, untersteht.

Zur Sicherstellung der Transparenz gegenüber den übrigen Benutzern des OHS hat der Betreiber offenzulegen, dass und in welcher Form er über das OHS Handel gegen das eigene Buch betreibt. Weiter muss der Betreiber, spezifiziert nach Produktkategorie, mindestens monatlich veröffentlichen, welche Volumen von Teilnehmern beziehungsweise auf eigene Rechnung über das OHS gehandelt wurden. Diese Daten zeigen den Benutzern auf, welche absolute und relative Bedeutung dem Eigenhandel des Betreibers am jeweiligen OHS zukommt.

In Rz 20 wird definiert, dass das Handelssystem über mindestens drei aktive Benutzer verfügen muss. Benutzt ein Betreiber sein eigenes OHS, zählt er nicht als aktiver Benutzer.

Die als irrelevant kritisierte Ausnahme für von öffentlich-rechtlichen Körperschaften begebenen Effekten wird fallen gelassen. Weiter wird bei den Ausführungen zum sog. *matched principal trading* auf den Verweis auf die Regeln zur bestmöglichen Ausführung verzichtet, da dieses Thema im Rahmen der Pflichten des OHS Betreibers neu differenzierter geregelt wird. Neu gilt, dass bestmögliche Ausführung von Betreibern von bilateralen OHS (Rz 28) sowie von multilateralen OHS bei Abschlüssen nach diskretionären Regeln (Rz 26) sichergestellt werden muss.

Für *back-to-back-Handel* fehlt eine einheitliche, verbindliche Definition und der Begriff wird in der Praxis zur Umschreibung verschiedener Sachverhalte verwendet. Sofern das konkrete Vorgehen die Anforderungen des *matched principal trading* erfüllt, gelten die dafür vorgesehen Regeln. Bei anderen Formen von *back-to-back-Handel* wird bilateral gegen das eigene Buch gehandelt, was grundsätzlich im Rahmen eines bilateralen OHS oder auch ausserhalb eines solchen stattfinden kann. Weitergehende Regeln im Rundschreiben betreffend *back-to-back-Handel* drängen sich nicht auf.

Fazit

Grundsätzlich dürfen Betreiber von multilateralen OHS nicht gegen das eigene Buch handeln. Es wird jedoch neu die Ausnahme vorgesehen, dass der Betreiber des multilateralen OHS an diesem OHS *Market Making* und Handel gegen das eigene Buch betreiben darf, wenn diese Handelstätigkeiten organisatorisch und informationell vom Betrieb des OHS getrennt sind, die Handelstätigkeit denselben Regeln unterliegt wie der Handel der übrigen Benutzer und die Chancengleichheit mit den übrigen Benutzern sichergestellt ist.

3.6 Definition bilateraler Handel (Rz 23)

Stellungnahmen

VSP, L&S, Dukascopy sowie JSS schlagen vor, die Funktion des *Market Makers* besser vom bilateralen OHS abzugrenzen. Weitere Stellungnahmen regen an, es sei festzuhalten, dass bilateraler Handel auch weiterhin ausserhalb von OHS möglich ist.

Würdigung

Die Abgrenzung gegenüber der *Market Maker*-Funktion wurde im Entwurf nicht ausdrücklich thematisiert. Aus der gesetzlich umschriebenen Tätigkeit des OHS ergibt sich jedoch, dass die Tätigkeit des bilateralen OHS den bilateralen Handel ausserhalb von Handelsplätzen oder multilateralen OHS direkt mit den Benutzern des OHS umfasst. Folglich wird die *Market Maker*-Funktion von der definierten OHS-Tätigkeit nicht erfasst.

Weiter ergibt sich aus der Begriffsdefinition in den Rz 5–15 des Rundschreibens, dass bilateraler Handel nur dann als OHS-Tätigkeit gelten kann, wenn durch den Handelsbetrieb die Begriffskriterien des OHS erfüllt werden. Sämtlicher übriger bilateraler Handel fällt folglich nicht unter die OHS Regulierung.

Fazit

Die Tätigkeit des *Market Makers* wird von der OHS Regulierung nicht erfasst. Bilateraler Handel ausserhalb von OHS ist weiterhin möglich. Dies ergibt sich direkt aus der Begrifflichkeit. Es wird darauf verzichtet, das Thema im Rahmen der Definition des bilateralen Handels erneut zu behandeln.

3.7 Begriff Finanzinstrumente (Rz 24)

Stellungnahmen

In verschiedenen Stellungnahmen wird geltend gemacht, es sei der Begriff des Finanzinstruments zu definieren. Teilweise wird vorgebracht, Kassageschäfte sollen von den Finanzinstrumenten ausgenommen werden. Dukascopy regt weiter an, klarzustellen, ob der Divisen- und Edelmetallhandel erfasst wird.

Würdigung

Der Begriff des Finanzinstruments ist in zahlreichen Bereichen des Finanzmarktrechts und nicht nur im Zusammenhang OHS relevant. Der Begriff muss daher mittels Legaldefinition mit Geltung für alle Gebiete des Finanzmarktrechts definiert werden. Die Argumentation, Kassageschäfte müssten ausgenommen werden, vermengt den Derivatebegriff mit jenem des Finanzinstruments. Kassageschäfte können nicht generell ausgenommen werden, da mittels Kassageschäft durchaus auch Finanzinstrumente erworben werden können (Art. 2 Abs. 4 FinfraV).

In der Europäischen Regulierung fallen Devisen- und Edelmetallkassageschäfte nicht unter den Begriff der Finanzinstrumente. Da der Schweizer Gesetzgeber keine weitergehende Regulierung angestrebt hat, fallen diese Geschäfte auch in der Schweiz nicht unter den Begriff des Finanzinstruments. Devisen- und Edelmetallkassageschäfte werden daher von der OHS-Regulierung nicht erfasst.

Fazit

Devisen- und Edelmetallkassageschäfte werden im Rundschreiben der Klarheit halber ausdrücklich vom Begriff der Finanzinstrumente ausgenommen.

3.8 Ausnahme für Primärmarkt und speziell für einen Kunden erstellte Finanzinstrumente (Rz 25)

Stellungnahmen

Die Ausnahme des Primärmarktes und des Marktes für speziell für einen Kunden erstellte Finanzinstrumente von der OHS Regulierung wird allgemein begrüsst.

Zahlreiche Stellungnahmen weisen darauf hin, dass das Merkmal des Rückkaufs durch den Ersteller des Produktes nicht mit einem Sekundärmarkt gleichzustellen sei. Aus diesem Grund sei das Stellen von Kursen alleine zum Rückkauf durch den Betreiber ebenfalls noch dem Primärmarkt zuzuordnen. Auf die Anforderung, dass keine Kurse für den Rückkauf gestellt werden dürften, sei daher zu verzichten. Es sei darauf abzustellen, ob für das Produkt ein Sekundärmarkt besteht, bzw. ob der Rückkauf zum Zwecke des Wiederverkaufs erfolge.

Teilweise wird überdies gefordert, den gesamten Graumarkt von der Regulierung auszunehmen. Der Begriff Graumarkt bezeichnet den Markt, an dem Effekten nach ihrer Emission, jedoch vor ihrer Börsenkotierung gehandelt werden.

Würdigung

Die OHS Regulierung betrifft den Sekundärmarkt. Die Abgrenzung von Primär- und Sekundärmarkt ist nicht in jedem Fall eindeutig. Insbesondere der Rückkauf eines in gewissem Rahmen individualisierten Produktes durch den Verkäufer stellt keine typische Sekundärmarkttransaktion dar, ist jedoch auch nicht dem Primärmarkt zuzuordnen. Dieser Rückkauf fällt deshalb nicht unter die Ausnahme für Primärmarkttransaktionen. Da im Fall von solchen Rückkäufen durch den Verkäufer kein typischer Sekundärmarkt gegeben ist, steht Kunden, welche sich vor Ende einer allfälligen Laufzeit des Produktes von diesem trennen wollen, als Käufer keine Alternative zum ursprünglichen Verkäufer des Produktes zur Verfügung.

Diese Konstellation kann zu Interessenkonflikten führen. Der ursprüngliche Verkäufer kann seine monopolartige Stellung ausnützen, wenn er die Rückkaufkurse festlegt. Wenn Liquidität jedoch in anderer Weise besteht (z.B. durch gegenläufige Angebote des Verkäufers bei geringem *Spread*) besteht der beschriebene Interessenkonflikt nicht und der Käufer kann sich zu fairen Konditionen vom gekauften Produkt trennen.

Es gilt bei der Regelung der Rückkäufe durch den Verkäufer sowohl den Interessen des Betreibers als auch den Interessen des Benutzers bzw. Kunden Rechnung zu tragen. Einerseits kann der Verkäufer nicht die typische

bestmögliche Erfüllung gewährleisten, da für die betreffenden Finanzinstrumente keine Marktpreise bestehen. Andererseits soll aber auch sichergestellt werden, dass sich der vorstehend beschriebene Interessenkonflikt nicht zu Lasten des Benutzers bzw. Kunden auswirkt.

Primärmarkttransaktionen mit anschliessender Rückkaufsmöglichkeit werden daher nicht grundsätzlich vom Geltungsbereich der OHS Regulierung ausgenommen. Falls die Verkaufsplattform die in Rz 5–15 umschriebenen Kriterien erfüllt, kann ein OHS vorliegen. Ist dies der Fall, wird dem bei der Regelung der Pflichten des Betreibers Rechnung getragen (vgl. Rz 29).

Terminologisch wird auf den Begriff "Emittent" verzichtet und der neutralere Begriff "Verkäufer" verwendet. Dies um klarzustellen, dass die Regelung auch für Finanzinstrumente gilt, die nicht emittiert werden, wie beispielsweise bilateral vereinbarte Derivatkontrakte (OTC-Derivate).

Eine generelle Ausnahme des Graumarktes würde dem Gesetzeswortlaut widersprechen, da auch im Graumarkt Sekundärhandel von Effekten stattfindet. Ferner ist das Kriterium, ob eine Effekte kotiert ist oder nicht, im Hinblick auf den Anwendungsbereich der OHS Regulierung nicht massgebend.

Fazit

An der Abgrenzung zwischen Primär- und Sekundärmarkt gemäss Anhörungsvorlage wird festgehalten. Terminologisch wird der Begriff Emittent durch Verkäufer ersetzt. Damit wird klargestellt, dass der Primärmarkt auch Produkte umfasst die nicht emittiert werden (z.B. OTC-Derivate).

3.9 Ergänzung zu OTC Derivaten (Rz 25)

Stellungnahmen

Nach Rz 25 werden Primärmarkttransaktionen nicht von der OHS Regulierung erfasst. In den Stellungnahmen von SBA und UBS wird geltend gemacht, es sei unklar, ob dies auch für den bilateralen Verkauf von OTC-Derivaten gemäss Standardverträgen (z.B. ISDA *Master Agreement*) gelte. Ein typischer Sekundärmarkt für diese Produkte bestehe nicht, da der Weiterverkauf von OTC-Derivaten einen Vertrag, der ein Dreiparteienverhältnis regelt zwischen eintretender Partei, austretender Partei und der verbleibenden Partei voraussetze. Im Rundschreiben sei festzuhalten, dass die bilaterale Schaffung von OTC-Derivate (in der Regel nach einem Standardvertrag), wie der Primärmarkt, nicht von der OHS Regulierung erfasst wird.

Würdigung

Die OHS Regulierung gilt für den Sekundärmarkt, nicht für den Primärmarkt (Rz 25). Wie beim Verkauf eines speziell für einen Kunden geschaffenen

strukturierten Produktes, fällt auch die Schaffung einer Derivateposition durch einen bilateralen Vertrag nicht unter den Begriff des Sekundärmarktes. Selbst dann, wenn im Rahmen eines Dreiparteienverhältnisses eine Vertragspartei wechseln sollte, wären die begrifflichen Anforderungen an ein OHS (Rz 5–15) wohl nicht erfüllt.

Bilaterale OTC-Derivatverkäufe unterstehen folglich nicht der OHS Regelung.

Ein multilateraler Handel von OTC-Derivaten über eine Plattform kann dagegen in den Anwendungsbereich der OHS Regulierung fallen. Damit könnten in Zukunft allfällige Plattformhandlungspflichten für OTC-Derivate auch über multilaterale OHS erfüllt werden (Art. 112 Abs. 1 Bst. a FinfraG).

Fazit

Die OHS Regeln finden einzig auf den Sekundärmarkt Anwendung. Die Schaffung von bilateralen Derivatepositionen fallen damit nicht unter die OHS Regelung. Multilateraler Handel von OTC-Derivaten kann hingegen der OHS-Regulierung unterstehen. Das ergibt sich aus dem Rundschreiben-text gemäss Anhörung. Auf eine Ergänzung kann verzichtet werden.

3.10 Pflichten für Betreiber von multilateralen und bilateralen OHS (Rz 26–42)

Stellungnahmen

In verschiedenen Stellungnahmen wird ausgeführt, dass die Trennung des OHS Betriebs von der übrigen Geschäftstätigkeit im bilateralen Handel ein schwierig zu erfüllendes Kriterium sei. Insbesondere L&S hebt hervor, dass diese Anforderung auch dazu führte, dass bilaterale OHS strenger reguliert würden als systematische Internalisierer in der EU. Dies würde einen Zusatzaufwand und damit einen Wettbewerbsnachteil für die Schweizer Institute darstellen.

In Bezug auf die Trennung von OHS-Betrieb und Handel wird festgehalten, dass betreffend den Betrieb des OHS das Wissen der Händler beigezogen werden müsse. Das Verbot, die Händler in den Betrieb des OHS zu involvieren sei deshalb zu weitgehend.

Verschiedene OHS eines Betreibers dürfen nicht miteinander interagieren. In verschiedenen Stellungnahmen wird gefordert, die Trennungserfordernisse für die verschiedenen OHS eines Betreibers solle differenziert ausgestaltet werden. Solange auf den verschiedenen OHS unterschiedliche Finanzinstrumente gehandelt würden, solle eine Interaktion zwischen den verschiedenen OHS möglich sein. In diesem Sinne solle beispielsweise von einem OHS, auf dem ausschliesslich Aktien gehandelt würden, ein Auftrag

zum Erwerb von Fondsanteilen an ein anderes OHS weitergeleitet werden dürfen.

Weiter machen VSKB, SBA und andere geltend, Rz 29 gemäss Anhörungs-
version zur Führung von Effektendepotkonten halte einzig fest, was ohnehin
gelten müsse, nämlich, dass der Betreiber die im Rundschreiben definierten
Vorkehrungen umzusetzen habe. Diese Rz könne gestrichen werden.

Würdigung

Differenzierte Regelung

Den Stellungnahmen wird Rechnung getragen indem die Pflichten für Betrei-
ber von multilateralen und bilateralen OHS gesondert geregelt werden. Die
Trennungserfordernisse mittels organisatorischen und personellen Mass-
nahmen werden für Betreiber von multilateralen OHS vorgesehen, während
Betreiber von bilateralen OHS sicherstellen müssen, dass die Benutzer bei
der Ausführung keine schlechteren Kurse bekommen, als durch den Betrei-
ber bekannt gegeben wurden. In diesem Sinne muss durch den Betreiber
des bilateralen OHS die bestmögliche Erfüllung sichergestellt werden.

Rz 29 gemäss Anhörungs-
fassung zur Führung von Effektendepotkonten
wurde in die Anhörungfassung aufgenommen um Klarheit zu schaffen. Auf-
grund der Reaktionen in der Anhörung scheint dies nicht notwendig. Rz 29
gemäss Anhörungfassung wird gestrichen.

Pflichten für Betreiber von multilateralen OHS (Rz 26–27)

Für die Betreiber von multilateralen OHS gilt die ursprünglich für alle OHS
vorgesehenen Pflicht zur Trennung des OHS-Betriebs vom übrigen Ge-
schäft. Eine Interaktion verschiedener OHS eines Betreibers betreffend die-
selben Effekte oder dieselben Finanzinstrumente muss ausgeschlossen
sein. Ein OHS darf also grundsätzlich keine Aufträge an ein anderes OHS
desselben Betreibers weiterleiten. Zulässig ist hingegen die Weiterleitung
von Aufträgen für am einen OHS nicht gehandelte Finanzinstrumente an ein
anderes OHS. Interessenkonflikte dürften in einer solchen Fällen nicht vor-
liegen.

Wie im Rahmen der Anhörung verschiedentlich gefordert, soll neu das Fach-
wissen von Händlern für den OHS Betrieb genutzt werden dürfen. Dies weil
dieses handelsspezifische Fachwissen für den Betreiber des OHS relevant
ist. Händler sollen aber keine Entscheidungen betreffend den laufenden Be-
trieb des OHS fällen können.

Weiter soll für den Betreiber eines multilateralen OHS grundsätzlich keine
Pflicht zur bestmöglichen Erfüllung gelten. Wie bei einem Handelsplatz ist

dies im Grundsatz nicht sachgerecht, da die Aufträge der Benutzer nach vordefinierten Regeln zusammengeführt werden und kein Raum für Entscheide zugunsten einer Partei besteht. Im Fall des diskretionären Handels ist die Pflicht jedoch sinnvoll, da der Betreiber hier über ein Ermessen verfügt und damit verschiedene Benutzer ungleich behandeln kann. Deshalb wird die Pflicht zur bestmöglichen Erfüllung in Übereinstimmung mit Art. 39 Abs. 3 FinfraV für den Fall des diskretionären Handels vorgesehen.

Pflichten für Betreiber von bilateralen OHS (Rz 28–30)

Für die Betreiber von bilateralen OHS soll keine Pflicht zur Trennung des OHS Betriebs vom übrigen Geschäftsbetrieb gelten. Auf eine Trennung kann verzichtet werden, da die bilaterale OHS-Tätigkeit als spezielle Form des Eigenhandels qualifiziert. Im Gegenzug sind die Betreiber von bilateralen OHS zur Einhaltung der Regeln zur bestmöglichen Erfüllung zu verpflichten. Die bestmögliche Erfüllung umfasst dabei die Bindung an den Kurs zum Zeitpunkt des Auftragseingangs. Weiter schuldet der Betreiber eines bilateralen OHS gleich wie sonstige Effektenhändler oder Banken seinen Benutzern auch bestmögliche Ausführung in dem Sinne, dass für den Benutzer das bestmögliche Ergebnis in finanzieller, zeitlicher und qualitativer Hinsicht erreicht werden muss. Dies ist angebracht, da es sich beim Betrieb des bilateralen OHS um eine gesondert geregelte Effektenhändler- oder Banktätigkeit handelt. Verzicht auf die bestmögliche Erfüllung ist nur aufgrund ausdrücklicher Erklärung des Benutzers möglich.

Eine Befolgung der Regeln zur bestmöglichen Erfüllung ist für Betreiber von bilateralen OHS, die der OHS Regelung unterliegen, weil sie Rückkaufkurse für die von ihnen geschaffenen und verkauften Finanzinstrumente stellen (Rz 25), nicht möglich. Für die verkauften und zurückgekauften Produkte bestehen gerade keine Marktpreise. Für diese Betreiber werden angepasste Pflichten vorgesehen. Sie haben dafür zu sorgen, dass die Rückkaufkurse angemessen sind im Vergleich zur Preisentwicklung von allfälligen Basiswerten. Diese Voraussetzung gilt als eingehalten, wenn für eine Produktkategorie bei enger Preisspanne (*Spread*) laufend Kaufs- und Verkaufskurse gestellt werden, so dass der Benutzer seine Position jederzeit durch ein Gegengeschäft schliessen kann. Welcher *Spread* als "eng" gilt, hängt vom jeweiligen Markt ab. Als Anhaltspunkte können Mustervereinbarungen mit Market Ma-kern für ETF sowie sonstige Marktusancen beigezogen werden.

Fazit

Die Pflichten für multilaterale und bilaterale OHS werden neu separat dargestellt. Auf die Trennung des OHS-Betriebs vom übrigen Geschäft wird bei Betreibern von bilateralen OHS verzichtet. Auf eine explizite Regelung zur Führung von Effektdenpotkonten wird verzichtet (Rz 29 Anhörungsversion), da gesondert erwähnt werden muss, dass die Betreiber eines OHS (Banken und Effektenhändler) dieser Tätigkeit nachgehen dürfen. Aufgrund der neu

separaten Behandlung von multilateralen und bilateralen OHS, werden die bisherigen Rz 28, 30 und 31 im Kapitel C (Rz 31–35) zur Sicherstellung des geordneten Handels aufgenommen.

3.11 Sicherstellung eines geordneten Handels (Rz 31–35)

Stellungnahmen

EXPERTsuisse erachtet die Frage, in welcher Granularität die vom OHS-Betreiber verlangten, chronologische Aufzeichnungen über sämtliche im Rahmen des OHS getätigten Aufträge und Geschäfte (Art. 39 Abs. 2 FinfraV) vorliegen müssen als im Rundschreiben nicht genügend klar dargestellt.

Verschiedene Anhörungsteilnehmer machen geltend, für eine Meldepflicht des Betreibers bei marktmissbräuchlichem Verhalten bestehe keine gesetzliche Grundlage. Ferner sei es nicht sachgerecht, eine lückenlose Erfassung und Auswertung der Daten über den Handel zu verlangen. Zudem gehe die geforderte Gleichbehandlung aller Benutzer über den Gesetzeswortlaut hinaus. Insbesondere seien OHS im Gegensatz zu Handelsplätzen auch nicht verpflichtet, ihren Teilnehmern einen diskriminierungsfreien Zugang zu gewähren.

Weiter wird geltend gemacht, es sei angesichts des Grundsatzes der risikobasierten Kontrolltätigkeit nicht angebracht, dass die Daten über den Handel lückenlos erfasst und ausgewertet werden müssen.

Würdigung

Der OHS Betreiber muss sämtliche Aufträge und Geschäfte chronologisch in der notwendigen Granularität dokumentieren. Wie im Erläuterungsbericht (S. 13) ausgeführt, haben die Betreiber von OHS sicherzustellen, dass auch bei Hochfrequenzhandel der zeitliche Ablauf aller Vorgänge nachvollzogen werden kann. Im Rundschreiben (Rz 32) wird neu explizit klargestellt, dass die Aufzeichnungspflicht auch für den automatisierten Handel zu gewährleisten ist.

Weiter wird im Rundschreiben neu konkretisiert, dass nicht jede Ungleichbehandlung von Benutzern unzulässig ist. Unzulässig ist eine Ungleichbehandlung, die sachlich nicht gerechtfertigt ist. Beispielsweise die unterschiedliche Behandlung von verschiedenen Benutzergruppen (z.B. Retailanleger und professionelle Benutzer) kann im Einzelfall hingegen sachlich gerechtfertigt und damit zulässig sein.

OHS dürfen ausschliesslich durch bewilligte und beaufsichtigte Banken, Effekthändler und Handelsplätze betrieben werden. Sämtliche Beaufsichtig-

ten sind aufgrund von Art. 29 Abs. 2 FINMAG verpflichtet, der FINMA unverzüglich Vorkommnisse zu melden, die für die Aufsicht von wesentlicher Bedeutung sind. Marktmissbräuchliches Verhalten ist für die Aufsicht der FINMA von wesentlicher Bedeutung. Die gesetzliche Grundlage für die vorgesehene Meldepflicht liegt vor.

Die Daten über den Handel müssen lückenlos aufgezeichnet werden, ansonsten im Nachhinein Abklärungen betreffend die Pflichten der Betreiber und Teilnehmer nicht mehr möglich sind. Dass bei der laufenden Auswertung und Kontrolle der Daten risikobasiert Schwerpunkte gesetzt werden können, ergibt sich aus den Grundsätzen des Risikomanagements und muss nicht gesondert festgehalten werden.

Fazit

Im Rundschreiben (Rz 32) wird neu explizit klargestellt, dass die Aufzeichnungspflicht auch für den automatisierten Handel zu gewährleisten ist. Weiter wird festgehalten, dass die Kriterien, die ein Betreiber eines OHS für die wirksame Ausführung von Aufträgen festlegt, nur dann eine Ungleichbehandlung von Benutzern vorsehen dürfen, wenn dies sachlich gerechtfertigt ist.

3.12 Definition liquider Markt (Rz 37–40)

Stellungnahmen

In ihrer Stellungnahme macht SIX geltend, die Kriterien zur Unterscheidung von liquiden und illiquiden Finanzinstrumenten seien nicht sachgerecht. Sie führten dazu, dass weniger als 10 % aller bei der SIX börslich gehandelten Finanzinstrumenten (Aktien, Bonds, strukturierte Produkte) als liquide gelten würden.

Würdigung

Mit der gewählten Definition des liquiden Marktes gilt bloss ein kleiner Teil der handelbaren Finanzinstrumente als liquide. Bilaterale OHS müssen für die als nicht liquide geltenden Finanzinstrumente (gegenwärtig ausschliesslich Aktien) nur auf Anfrage verbindliche Kursofferten stellen. Betreiber von bilateralen OHS sollen nicht gezwungen werden, verbindliche Kursofferten für Finanzinstrumente zu publizieren, deren Marktpreis wegen mangelnder Liquidität grossen Schwankungen unterliegt.

Gegenwärtig ist die Liquidität von Finanzinstrumenten bloss betreffend Aktien zu bestimmen. Bei Aktien liegt der Anteil an liquiden Titeln höher als beispielsweise bei Bonds. Eine auf Aktien bezogene Berechnung würde einen höheren Prozentanteil liquider Titel ergeben.

Fazit

An der bisherigen Definition des liquiden Markts wird festgehalten.

3.13 Meldepflicht für OHS (Rz 42)

Stellungnahmen

Insbesondere SBA macht geltend, für die vorgesehene Meldepflicht für OHS bestehe keine gesetzliche Grundlage. Auf die Meldepflicht sei zu verzichten.

Würdigung

Die gesetzliche Grundlage der Meldepflicht ist Art. 29 Abs. 2 FINMAG.

Fazit

An der Meldepflicht für OHS nach Rz 42 wird festgehalten.

4 Weiteres Vorgehen

Das Rundschreiben wird auf den 1. Januar 2018 in Kraft treten.