



Eidgenössisches Finanzdepartement EFD
Generalsekretariat EFD
Rechtsdienst EFD
Bundesgasse 3
3003 Bern

Zürich, 25. September 2015

Anhörung zur Finanzmarktinfrastrukturverordnung (FinfraV)

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben interessierte Kreise dazu eingeladen, sich zum Entwurf der Finanzmarktinfrastrukturverordnung (E-FinfraV) vernehmen zu lassen. Gerne äussere ich mich in dieser Stellungnahme¹ zu jenen Teilen der Vorlage, welche Vorkehrungen zur **Sicherstellung eines geordneten Handels** und zur Minimierung der mit dem **algorithmischen Handel** bzw. dem **Hochfrequenzhandel** verbundenen Risiken vorsehen (Art. 30 und Art. 31 E-FinfraV).

Die Eingabe setzt sich zunächst kurz mit den materiell-rechtlichen Aspekten der Vorlage auseinander (nachfolgend, Ziff. I) und widmet sich anschliessend vertieft dem als problematisch beurteilten Vollzugskonzept; dazu wurden einige konkrete Änderungsvorschläge formuliert (nachfolgend, Ziff. II, S. 10). Der einfacheren Lesbarkeit halber wird der Analyse eine kurze Formulierung der Kernpunkte vorangestellt.

Kernpunkte

- Die in den Art. 30 und Art. 31 E-FinfraV vorgeschlagene Regelung ist in weiten Teilen gelungen: Die Regulierungsansätze sind inhaltlich nachvollziehbar und schaffen ein **sinnvolles Dispositiv gegen technische Störungen** und andere Anomalien im algorithmisch beherrschten Börsenhandel.
- Begrüssenswert ist, dass sich die Vorlage materiell-rechtlich zwar an den einschlägigen **Standards von MiFID II orientiert**, legislatisch gesehen jedoch eigenständige Wege geht, indem sie diese in einen der schweizerischen Rechtskultur angepassten, nüchternen und klaren Wortlaut verpackt hat.
- Die **technischen Regulierungsstandards** zu MiFID II sollten nicht den einzelnen Handelsplätzen zur Konkretisierung überlassen werden. Zwecks Schaffung einheitlicher und wettbewerbsneutraler Voraussetzungen für sämtliche Handelsplätze im Inland ist es

¹ Erstellt unter Mitarbeit von MLaw Sadri Hoti, wissenschaftlicher Assistent am Universitären Forschungsschwerpunkt Finanzmarktregulierung der Universität Zürich.



zielführender, die Eckwerte dieser Standards in einem **FINMA-Rundschreiben** zu verankern.

- Als **kritisch zu beurteilen** ist das in Art. 31 E-FinfraV skizzierte **Vollzugsregime**, welches die Aufsicht über die Einhaltung der regulatorischen Vorgaben für den algorithmischen Handel und die Sanktionierung von Verstössen den **Handelsplätzen** überlässt. Eine derart extensive Interpretation des Selbstregulierungsprinzips würde nicht nur **Vollzugsdefizite** im Binnenverhältnis provozieren, sondern insbesondere auch **argumentative Schwierigkeiten im EU-Äquivalenzverfahren** generieren. Sinnvoller wäre es, die Einhaltung der regulatorischen Auflagen für Algo- und Hochfrequenzhändler durch die **FINMA** beaufsichtigen zu lassen. Durch den Einsatz der einschlägigen Aufsichtsinstrumente des FINMAG wären sowohl effektive Sanktionierungen als auch ein angemessener Rechtsschutz zufolge Anwendbarkeit des VwVG gewährleistet. Ein hoheitliches Vollzugsregime würde zudem den Nachweis eines „gleichwertigen Aufsichts- und Rechtsrahmens“ i.S.v. Art. 47 MiFIR entscheidend erleichtern.

I. Materiell-rechtliche Vorgaben

Der E-FinfraV sieht in Art. 30 und 31 Ausführungsbestimmungen zu Art. 30 FinfraG vor, der die Handelsplätze zur Gewährleistung eines „geordneten Handels“ verpflichtet. In einem Börsenumfeld, das von rasch fortschreitenden technologischen Entwicklungen² geprägt und immer häufiger von technischen Pannen³ betroffen ist, sind konkrete Vorgaben für das Risikomanagement von Systembetreibern unabdingbar. **Wissenschaftlich** ist die **Notwendigkeit** einer umfassenden und nachhaltigen **Risikovorsorge** angesichts komplexer technologischer Systeme längst **anerkannt**. Resilienz im Sinne von Robustheit gegenüber nicht vorhersehbaren internen und externen Anomalien stellt die unumstrittene Zielvorgabe dar, die es mit verschiedensten Ansätzen zu verwirklichen gilt. Im Vordergrund stehen System- und Stresstests, Risikokontrollen, Aufzeichnungspflichten, Notfallvorkehrungen für den Fall schwerwiegender Störungen, Handelsunterbrechungen (circuit breakers) bei Anomalien im Handelsverlauf sowie Anreize, welche die Akteure zu einer möglichst schonenden Nutzung der Systeme anhalten. Vor diesem Hintergrund ist es sehr zu begrüßen, dass Art. 30 und 31 E-FinfraV eine breite Palette derartiger Instrumente vorsehen.

² Mit einer Latenzzeit von durchschnittlich 37 Mikrosekunden betreibt die SIX Swiss Exchange derzeit die schnellste Aktienhandels-Plattform weltweit (siehe: Pressemitteilung vom 31.07.2012; <http://www.six-swiss-exchange.com/news/overview_de.html?id=inet_100>).

³ So unlängst wieder am 8. Juli 2015 an der New York Stock Exchange, wo der Handel wegen Softwareproblemen während mehr als dreieinhalb Stunden unterbrochen blieb (<<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-08/new-york-stock-exchange-suspends-trading-in-all-securities>>). Für eine Übersicht über die grössten Börsenpannen der vergangenen Jahre siehe *Franca Contratto*, Hochfrequenzhandel und systematische Risiken, Risikovorsorge im Finanzmarktrecht gestützt auf das Vorsorgeprinzip, GesKR 02/2014, 143-160, 149 f.



Positiv zu werten ist im Weiteren, dass Art. 30 E-Finfrav („Sicherstellung eines geordneten Handels“) und Art. 31 E-Finfrav („Algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel“) **inhaltlich fast vollständig kongruent** mit den einschlägigen **EU-Standards** sind (vgl. Art. 17 und 48 MiFID II).⁴ Mit Blick auf die materiell-rechtliche Ausgestaltung der Vorlage dürfte der Nachweis der Gleichwertigkeit im Sinne des EU-Drittstaatenregimes wohl gelingen.

Ein nicht zu unterschätzender **Unsicherheitsfaktor** bleibt jedoch: Die generisch gehaltenen Vorgaben von MiFID II werden in naher Zukunft noch durch **technische Regulierungsstandards** konkretisiert. Der Erläuterungsbericht E-Finfrav schlägt vor, den Handelsplätzen die Befugnis einzuräumen, diese technischen Standards gestützt auf ihre Selbstregulierungskompetenz umzusetzen und in diesem Rahmen „den Äquivalenzansatz weiter zu verfolgen“.⁵ Angesichts der Tatsache, dass die Selbstregulierung – zumindest ausserhalb der Schweiz – mittlerweile einen schweren Stand hat,⁶ ist dieses Vorgehen wenig erfolgversprechend. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass die beurteilenden EU-Institutionen die Gleichwertigkeit der schweizerischen Regelung bei einer Umsetzung durch Selbstregulierungserlasse der Handelsplätze wegen mangelnder Vollzugseffektivität in Zweifel ziehen würden.⁷

Viel zielführender wäre es deshalb, die Eckwerte der technischen Regulierungsstandards der EU in einem **FINMA-Rundschreiben** zu verankern. Nebst der Aussenwahrnehmung als staatliche Regulierung mit hoheitlich-klassischem Vollzugsinstrumentarium durch die EU-Organe würde gleichzeitig eine **einheitliche, wettbewerbsneutrale Regulierung** für sämtliche Schweizer Handelsplätze gewährleistet. Der Erlass eines Rundschreibens durch die FINMA wäre jederzeit ohne weitere Vorkehrungen möglich; FINMA-Rundschreiben bedürfen keiner spezifischen Grundlage in Gesetz oder Verordnung, da sie lediglich der Orientierung „über die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung“ (Art. 7 Abs. 1 lit. b FINMAG) dienen und sich somit aus der allgemeinen Aufsichts- und Vollzugskompetenz der FINMA ergeben.⁸

⁴ Für eine synoptische Gegenüberstellung CH-EU siehe nachfolgend, Ziff. II. 1.

⁵ EFD, Erläuterungsbericht E-Finfrav, Ziff. 1.3.3, S. 5.

⁶ *Urs Zulauf*, Koregulierung statt Selbstregulierung, Jusletter vom 4. November 2013, Rz 77.

⁷ Zu den europarechtlichen Vorgaben für die Vollzugseffektivität siehe nachfolgend, II. 2. a). Für eine Beurteilung des Vollzugsregimes der E-Finfrav unter dem Blickwinkel der „Gleichwertigkeit des Rechts- und Aufsichtsrahmens“ i.S.v. Art. 47 MiFIR siehe nachfolgend, Ziff. II. 2. b).

⁸ Statt Vieler etwa: BSK-*Christoph Winzeler*, Art. 7 FINMAG N 79. Zum Ganzen eingehend: *Sabine Kilgus*, Expertengutachten vom 4. August 2014 betreffend die Regulierungs- und Kommunikationstätigkeit der FINMA, 16 m.w.H. *Kilgus* (a.a.O.) spricht im Kontext mit FINMA-Rundschreiben von „kodifizierter und standardisierter Aufsichtspraxis“ spricht. Kritisch hingegen: *Christoph B. Bühler*, Gewährartikel: Regulierung der FINMA an der Grenze von Rechtsetzung und Rechtsanwendung, SJZ 110/2014, 25-34, 26.



II. Vollzugsregime: Aufsichtskonzept und Sanktionsmechanismen

1. Abweichung vom Regelungskonzept der Europäischen Union

MiFID II unterscheidet im Kontext mit dem algorithmischen Handel zwischen Pflichten, die für die Teilnehmer gelten („**Wertpapierfirmen**“, siehe Art. 17 MiFID II) und regulatorischen Vorgaben, denen die Handelsplätze nachzukommen haben („**geregelte Märkte**“, siehe Art. 48 MiFID II). Abgesehen von ganz wenigen, punktuellen Ausnahmen⁹ sieht MiFID II für beide Konstellationen ein **einheitliches Vollzugsregime** vor, das die zuständige Behörde des jeweiligen Herkunftsmitgliedstaats mit der Aufsicht über die Einhaltung dieser Standards und mit der Sanktionierung allfälliger Verstössen betraut.¹⁰

Dieses Vollzugsregime übernimmt der Schweizer Verordnungsgeber jedoch nur teilweise (siehe dazu insbesondere auch die synoptische Darstellung auf S. 5):

- Weitgehende **Kongruenz** zwischen schweizerischer und europäischer Regulierung besteht hinsichtlich des Vollzugs der regulatorischen Anforderungen an die **Handelsplätze**. Zwar geniessen die Handelsplätze gestützt auf Art. 27 Abs. 1 FinfraG einen Ermessensspielraum bei der Umsetzung von Art. 30 f. E-FinfraV; letztlich unterliegen sie aber dennoch der Aufsicht durch die FINMA, da diese bei unzureichender Implementierung den Reglementen der Handelsplätze die Genehmigung versagen (Art. 27 Abs. 4 FinfraG) und bei aufsichtsrechtlichen Verstössen auf die Instrumente nach Art. 29 ff. FINMAG zurückgreifen kann.
- Entscheidende **Abweichungen** finden sich jedoch im Bereich der Teilnehmerregulierung: Der Vollzug von Art. 31 E-FinfraV wird an die Handelsplätze delegiert. Konkret kommt den Handelsplätzen nicht nur die Deutungshoheit bei der Konkretisierung der einzelnen Teilnehmerpflichten zu, sondern auch die Befugnis, die Einhaltung dieser Pflichten in eigener Regie zu überwachen und Verstösse nach eigenem Ermessen zu sanktionieren. Dazu, wie die Handelsplätze diese entscheidenden Vollzugsaufgaben zur Sicherstellung eines geordneten Handels wahrzunehmen haben, schweigt sich der E-FinfraV jedoch aus.

⁹ Siehe dazu Art. 48 Abs. 3 sowie Abs. 7 MiFID II. In diesen Fällen soll die Einhaltung von regulatorische Anforderungen an Wertpapierfirmen (also Teilnehmer i.S.d. E-FinfraV) durch die Handelsplätze überwacht werden. Für Art. 48 Abs. 7 MiFID findet sich allerdings keine Entsprechung im E-FinfraV.

¹⁰ Obwohl den Mitgliedstaaten gestützt auf den Grundsatz der Verfahrensautonomie eigentlich ein gewisser Spielraum zukommt, ist davon auszugehen, dass der Vollzug von Art. 17 und Art. 48 MiFID primär in den Händen staatlicher Aufsichtsbehörden liegen wird. Dies lässt sich aus dem Wortlaut, der Systematik und dem allgemeinen Regelungskonzept von MiFID II ableiten – namentlich etwa daraus, dass die Mitgliedstaaten verpflichtet sind, eine staatliche Aufsicht über geregelte Märkte (Art. 44 Abs. 2 MiFID II) und MTFs (Art. 19 Abs. 2 MiFID II) vorzusehen. Ähnlich ergibt sich auch aus Art. 5 Abs. 1 MiFID II, dass Wertpapierfirmen zwingend einer staatlichen Aufsicht unterstellt sind; dabei sieht Art. 17 MiFID II vor, dass die regulatorischen Vorgaben für Algo- und Hochfrequenzhändler zwingend im Rahmen des Zulassungsverfahrens durch die staatliche Aufsichtsbehörde zu prüfen sind. Es würde kaum Sinn machen, für die laufende Aufsicht ein anderes Vollzugskonzept vorzusehen. Siehe dazu nachfolgend, Fn 26.

Synoptische Darstellung: Vollzugsregimes der Vorgaben für den algorithmischen Handel

	E-FinfraV	MiFID II
<p>Regulatorische Anforderungen an Handelsplätze</p> <p>↓</p> <p>Hoheitlicher Vollzug durch staatliche Aufsichtsbehörde</p> <p>↓</p> <p>Mutmassliche Kongruenz der Vollzugsregimes von E-FinfraV und MiFID II</p>	Organisatorische Anforderungen (30 I)	48 I
	Belastbarkeit der Systeme; Notfallvorkehrungen (30 II a - c)	48 I
	Ablehnung von Aufträgen (30 II d)	48 IV
	Handelsunterbrechungen; Stornierungsmöglichkeit (30 II e und f)	48 V
	Vereinbarungen mit Teilnehmern ¹¹ (30 III)	48 II und III
	Kennzeichnung von Algorithmen (31 I)	48 X
	Gebührenstruktur (31 III)	48 IX
<p>Regulatorische Anforderungen an Teilnehmer/Wertpapierfirmen</p> <p>↓</p> <p>„Delegierter Vollzug“ durch Handelsplätze</p> <p>↓</p> <p>Fehlende Kongruenz der Vollzugsregimes von E-FinfraV und MiFID II</p>	Belastbarkeit der Systeme, Schwellen und Obergrenzen, technische Resilienz (31 II a - d)	17 I und II (abweichend von E-FinfraV: Staatlicher Vollzug)
	Testverfahren für Algorithmen (31 II e)	48 VI (abweichend von E-FinfraV: Staatlicher Vollzug)
	Kennzeichnung von Leerverkäufen (30 IV)	Keine Entsprechung

¹¹ Das Regelungskonzept des E-FinfraV basiert allerdings darauf, dass die Pflicht der Teilnehmer zum Abschluss von Market-Making-Vereinbarungen im Rahmen der von den Handelsplätzen erlassenen Teilnehmerregulierung auf die Teilnehmer überwältigt wird.



Hinsichtlich der Teilnehmerregulierung weicht das in Art. 31 E-FinfraV vorgeschlagene Vollzugskonzept in wesentlichen Punkten von der europäischen Vorgabe ab. Im Folgenden gilt es zu prüfen, ob sich diese Abweichung mit Blick auf die Äquivalenzanerkennung durch die EU – mit hin eines der zentralen Ziele der FinfraG/FinfraV-Vorlage – als problematisch erweisen könnte.

2. EU-Äquivalenz bei Vollzugsdelegation an (selbstregulierte) Handelsplätze?

a) Vollzugsvorgaben gemäss EU-Recht

Gestützt auf das Loyalitätsgebot von Art. 4 Abs. 3 EUV¹² sind die EU-Mitgliedstaaten dazu verpflichtet, den wirksamen Vollzug des Unionsrechts sicherzustellen. Gemäss ständiger Praxis des EuGH und anerkannter Lehre unterliegen staatliche Vollzugsmechanismen dem Äquivalenz- und Effektivitätsgrundsatz:¹³ Danach müssen nationale Behörden das Unionsrecht mit derselben Akribie und Sorgfalt durchsetzen, die sie bei der Anwendung nationalen Rechts walten lassen würden (**Äquivalenzgrundsatz**).¹⁴ Zudem dürfen nationale Verfahrensvorschriften die Verwirklichung des Unionsrechts nicht praktisch verunmöglichen oder übermässig erschweren (**Effektivitätsgrundsatz**).¹⁵ Abgesehen davon kommt den Mitgliedstaaten gestützt auf den Grundsatz der verfahrensrechtlichen Autonomie jedoch ein gewisser Spielraum bei der Wahl der Vollzugsinstrumente und bei der Verhängung von Sanktionen zu.¹⁶

Gemäss Erwägungsgrund 141 MiFID II und Art. 70 Abs. 1 MiFID II sind die Mitgliedstaaten dazu verpflichtet, **wirksame, verhältnismässige und abschreckende Sanktionen**¹⁷ sowie andere Massnahmen vorzusehen, um den Vollzug der regulatorischen Vorgaben von MiFID II und MiFIR sicherzustellen. Im Einzelnen haben staatliche Vollzugsregimes folgenden Anforderungen gerecht zu werden:

- Als **wirksam** gelten Vollzugsmechanismen, wenn sie die Einhaltung des EU-Rechts mittels schlagkräftiger Sanktionen gewährleisten können.¹⁸ Das Vollzugsregime des fraglichen

¹² Vertrag über die Europäische Union (konsolidierte Fassung) vom 26.10.2012, OJ C 326, 13-390.

¹³ Siehe statt Vieler: EuGH vom 13.7.2006, Rs. C-295 bis 298/04, Slg. 2006, I-6621 Rn. 62 (*Manfredi*) oder EuGH vom 20.9.2001, Rs. C-453/99, Slg. 2001, I-6297 Rn. 29 (*Courage and Crehan*).

¹⁴ Grundlegend: EuGH 21.9.1989, RS. C-68/88, Slg. 1989 Rn. 25 (*Kommission/Griechenland*).

¹⁵ Grundlegend: EuGH i.S. *Kommission/Griechenland* (Fn 14), Rn. 24.

¹⁶ So explizit: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor, KOM(2010) 716 vom 8.12.2010, 5.

¹⁷ Seit dem EuGH-Urteil zum griechischen Maisskandal (EuGH i.S. *Kommission/Griechenland*, Fn 14) im Jahr 1989 findet sich diese „Formel“ in diversen Richtlinien und Verordnungen, um zumindest einen einheitlichen Minimalstandard für den dezentralen Vollzug des Unionsrechts zu gewährleisten. Für weitere Beispiele siehe etwa ErwGr. 18 und Art. 7 Abs. 1 sowie Art. 9 Marktmissbrauchsrichtlinie oder Art. 99 Abs. 1 OGAW-Richtlinie. Zum Ganzen *Lars Klöhn*, Die private Durchsetzung des Marktmanipulationsverbots, Europarechtliche Vorgaben und rechtsökonomische Erkenntnisse, in: Kalss/Fleischer/Vogt (Hrsg.), Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Deutschland, Österreich und der Schweiz, Tübingen 2014, 229-249, 232.

¹⁸ KOM(2010) 716 (Fn 16), 8. *Klöhn* (Fn 17), 231, betont, die Mitgliedstaaten seien dazu verpflichtet, Verstösse gegen das Unionsrecht so zu sanktionieren, „dass die volle und praktische Wirksamkeit der jeweiligen Vorschrift gewährleistet ist“. Zur Wirksamkeit von Sanktionen i.S.d. Effektivitätsgrundsatzes siehe zudem: *Christian Alexander*, Scha-



Staats darf zudem die Ausübung von Individualrechten, welche das Unionsrecht vorsieht, nicht praktisch verunmöglichen oder übermässig erschweren.¹⁹

- **Verhältnismässig** sind Sanktionen, wenn sie in einem angemessenen Verhältnis zur Schwere des Verstosses stehen und nicht über das Mass hinausgehen, welches zur Erreichung der verfolgten Ziele notwendig ist.²⁰
- Als **abschreckend** sind Sanktionen dann zu erachten, wenn sie schwer genug wiegen, um den Rechtsbrecher vor einem weiteren Verstoss bzw. potenzielle Nachahmer vor einem erstmaligen Verstoss abzuhalten.²¹ Eine besonders abschreckende Wirkung wird strafrechtlichen Sanktionen²² oder Geldbussen zugeschrieben, sofern letztere höher als der aus dem Rechtsverstoss erzielte Gewinn liegen.²³

Bei der Beurteilung, ob ein nationales Vollzugsregime diese Anforderungen im Einzelfall erfüllt, werden neben Art und Schwere der Sanktionen auch die institutionellen und prozeduralen Rahmenbedingungen, die Wahrscheinlichkeit der Aufdeckung von Verstössen bzw. der effektiven Sanktionierung sowie die Öffentlichkeitswirksamkeit der getroffenen Vollzugsmassnahmen berücksichtigt.²⁴

b) Beurteilung des Vollzugsregimes gemäss E-FinfraV unter Gleichwertigkeitsaspekten

Im Sinne einer gedanklichen Richtschnur sind die soeben umschriebenen EU-Vollzugsvorgaben auch für die Schweiz von Bedeutung, wenn es um die Frage geht, ob das im E-FinfraV vorgesehene Vollzugsregime das für Drittstaaten geltende Kriterium des „**gleichwertigen Rechts- und Aufsichtsrahmens**“ i.S.v. Art. 47 MiFIR erfüllt.²⁵ Dabei gilt es, zwischen folgenden zwei Konstellationen zu unterscheiden:

- Der Nachweis der Gleichwertigkeit dürfte den Schweizer Unterhändlern überall dort nicht schwerfallen, wo der Gesetz- bzw. Verordnungsgeber einen hoheitlichen **Vollzug** (i.S.v. Auf-

denersatz und Abschöpfung im Lauterkeits- und Kartellrecht, Privatrechtliche Sanktionsinstrumente zum Schutz individueller und überindividueller Interessen im Wettbewerb, Habil. München 2009, Tübingen 2010, 91.

¹⁹ *Alexander* (Fn 18), 91.

²⁰ Grundlegend zum Verhältnismässigkeitsgrundsatz: EuGH i.S. *Kommission/Griechenland* (Fn 14), Rn 20. Siehe dazu im Weiteren: KOM(2010) 716 (Fn 16), 5, 8. Zum Verhältnis zwischen Effektivitäts- und Verhältnismässigkeitsgrundsatz siehe *Alexander* (Fn 18), 91 f.

²¹ KOM(2010) 716 (Fn 16), 8.

²² Aus Abschreckungsgründen empfiehlt es sich, strafrechtliche Sanktionen kumulativ zu Verwaltungsanktionen auszusprechen. Siehe KOM(2010) 716 (Fn 16), 10.

²³ Konkret sieht ErwGr. 142 MiFID II vor, dass die zuständigen Behörden befugt werden sollten, derart hohe Geldbussen zu verhängen, welche den zu erwartenden Nutzen aufwiegen und auch auf grössere Institute und deren Leitungsorgane abschreckend wirken. Ähnlich auch ErwGr. 16 der Transparenzrichtlinie. Zum Ganzen KOM(2010) 716 (Fn 16), 8.

²⁴ KOM(2010) 716 (Fn 16), 11. Siehe dazu etwa auch ErwGr. 17 der Transparenzrichtlinie, wonach Entscheide über die Verhängung von Verwaltungsanktionen in der Regel öffentlich gemacht werden sollen, um auf grössere Kreise abschreckend zu wirken.

²⁵ Zur Beurteilung der Gleichwertigkeit von Drittstaatenregelungen siehe *Rolf Sethe*, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 6/2014, 615-631, 624 f. sowie *Rolf H. Weber/Rolf Sethe*, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 110 (2014) Nr. 22, 569-577, 574 f.



sicht, Enforcement und Sanktionierung) durch die **FINMA** gestützt auf das FINMAG bzw. das VwVG vorgesehen hat. Selbst das Fehlen einer Bussenkompetenz dürfte dieser positiven Einschätzung keinen Abbruch tun, verfügt doch die FINMA zweifellos über ein wirksames und in weiten Teilen auch ziemlich abschreckendes Enforcement-Instrumentarium; man denke dabei nur an die verschiedenen Ausprägungen von Berufs- und Tätigkeitsverboten (Art. 33 FINMAG; Art. 35a BEHG), an den Einziehungstatbestand (Art. 35 FINMAG) oder an das gefürchtete Naming & Shaming (Art. 34 FINMAG), ganz zum Schweigen von der *ultima ratio* des Lizenz-entzugs bei gravierenden Verstössen gegen das Aufsichtsrecht. Zudem geniesst die Enforcement-Tätigkeit der FINMA durch eine zunehmend proaktive Informationspolitik mehr Öffentlichkeitswirksamkeit. Sofern der E-FinfraV Aufsicht, Enforcement und Sanktionierung von Verstössen in die Kompetenz der FINMA legt, dürfte aufgrund des Gesagten der Nachweis eines „gleichwertigen Rechts- und Aufsichtsrahmens“ mutmasslich gelingen. Letzteres trifft auf alle regulatorischen Vorgaben für die Handelsplätze zu (Art. 30 Abs. 1-3 E-FinfraV, Art. 31 Abs. 1 und Abs. 3 E-FinfraV; siehe synoptische Darstellung vorn, S. 5).

- Um einiges anspruchsvoller wird der Äquivalenznachweis hingegen dort, wo die Schweiz vom Vollzugsregime gemäss MiFID II abweicht, indem sie den **Vollzug** nicht wie in der EU staatlichen Aufsichtsbehörden vorbehält, sondern kraft Selbstregulierungsbefugnis den **Handelsplätzen** überlässt.²⁶ Dieser „delegierte Vollzug“ kommt insbesondere bei Art. 31 Abs. 2 lit. a-e E-FinfraV zur Anwendung, also bei der Durchsetzung der regulatorischen Vorgaben für die Teilnehmer, welche den algorithmischen Handel betreiben (siehe dazu die synoptische Darstellung vorn, S. 5). Es ist zwar denkbar, dass diesem Vollzugskonzept im Rahmen der EU-Äquivalenzprüfung eine gewisse **Abschreckungswirkung** attestiert würde, zumal das Sanktionsinstrumentarium zumindest auf den ersten Blick relativ griffig aussieht.²⁷ Der Nachweis der **Vollzugseffektivität**, welche insbesondere auch die Wahrscheinlichkeit einer Sanktionierung mitumfasst, dürfte indes schwerfallen; denn die bisherige **Sanktionspraxis** der SIX gegenüber Teilnehmern und Händlern war gemessen am zur Verfügung stehenden „Sanktions-Arsenal“ – gelinde gesagt – **zurückhaltend**.²⁸ Zum einen wurden bisher i.d.R. bloss Verweise und Bussen verhängt, zum anderen sind Sanktionsverfahren gegen Teilneh-

²⁶ In der EU gelten die in Art. 17 MiFID II verankerten Vorgaben zur Ausübung des algorithmischen Handels als Zulassungsbedingung. M.a.W. ist die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats verpflichtet, deren Einhaltung im Zeitpunkt der Zulassung zu prüfen und deren fortdauernde Einhaltung im Rahmen der laufenden Aufsicht zu beaufsichtigen. Das ergibt sich einerseits aus dem Wortlaut von Art. 17 Abs. 1 und Abs. 2 MiFID II, der direkte (organisatorische) Pflichten der Wertpapierfirmen statuiert, wohingegen Art. 31 Abs. 2 E-FinfraV von den Handelsplätzen verlangt, dass sie ihre Teilnehmer (vermutlich reglementarisch via Teilnehmerreglement) dazu anhalten, die (inhaltlich identischen) organisatorischen Vorkehrungen beim algorithmischen Handel einzuhalten. Zum anderen spricht auch die Systematik ganz eindeutig dafür, dass der Vollzug von Art. 17 MiFID hoheitlich durch die jeweils zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats erfolgt (Art. 17 MiFID II ist thematisch in Titel II, Kapitel I eingeordnet, in welchem Zulassungsbedingungen und -verfahren für Wertpapierfirmen geregelt werden).

²⁷ Im Unterschied zur FINMA kann SIX Surveillance & Enforcement auch Bussen und Konventionalstrafen bis zu einer Höhe von CHF 10 Mio. verhängen; zudem können sich gewisse Sanktionen gegen Händler – insbesondere Suspendierung und Ausschluss – in praxi geradezu drakonisch auswirken, weil der Rechtsschutz im Vergleich zur Verhängung von Tätigkeitsverboten durch die FINMA (Art. 35a BEHG; Art. 33 FINMAG) nur rudimentär ausgestaltet ist.

²⁸ Diese Aussage basiert u.a. auf empirisch gestützten Untersuchungen. Siehe dazu *Claudia Siebeneck*, Die Sanktionsverfahren der Schweizer Börse, Eine kritische Betrachtung, Diss. St. Gallen 2013, Bern 2013, 192.



mer und/oder Händler – anders als bei Emittenten²⁹ – bis dato ziemlich selten geblieben.³⁰ Angesichts des grossen **Ermessensspielraums**, der den Handelsplätzen gestützt auf das Selbstregulierungsprinzip eingeräumt wird, erstaunt dieses Ergebnis nicht. Daran wird aller Voraussicht nach auch der im Vergleich zu Art. 4 Abs. 1 BEHG etwas stringenter formulierte Art. 27 Abs. 1 FinfraG³¹ nicht viel ändern. Denn auch unter dem neuen Recht geniessen die Handelsplätze noch immer einen relativ weiten Gestaltungsspielraum bei der Ausgestaltung ihrer Überwachungsstruktur und bei der konkreten Handhabung ihrer Aufsichts- und Sanktionierungsbefugnisse über Händler und Teilnehmer. Aufgrund eines weitreichenden Interessengleichlaufs³² haben die Handelsplätze **wenig Anreize** dafür, die Teilnehmer im Rahmen von Sanktionsverfahren ins Recht zu fassen und einschneidende Sanktionen zu verhängen.³³

Aufgrund des Gesagten wäre es zielführender – analog und in Ergänzung zur allgemeinen Effektenhändlerregulierung – einen Vollzug von Art. 31 E-FinfraV durch die FINMA vorzusehen. Konkret wäre **Art. 31 Abs. 2 E-FinfraV** wie folgt zu formulieren:

Art. 31 Algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel

¹[...]

²Teilnehmer, die algorithmischen Handel betreiben, sind dazu verpflichtet, diesen Umstand dem Handelsplatz und der Aufsichtsbehörde zu melden, die auf diese Weise erzeug[t]en³⁴ Aufträge zu kennzeichnen sowie Aufzeichnungen von allen gesendeten Aufträgen – einschliesslich Auftragsstornierungen – aufzubewahren. Sie sehen überdies und insbesondere wirksame Vorkehrungen³⁵ und Risikokontrollen vor, um sicherzustellen, dass ihre Systeme:

a. [...]

e. angemessenen Tests von Algorithmen und Kontrollmechanismen unterliegen, einschliesslich Vorkehrungen³⁶ zur:

1. [...]

²⁹ In den letzten zehn Jahren gab es 125 publizierte Sanktionsentscheide. Dabei kam es häufig zur Verhängung von Bussen, wobei die Entscheide oft auch noch publiziert wurden. Siehe dazu etwa <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/publications/explorer/sanction-decisions.html>>.

³⁰ Seit 2012 ist lediglich ein einziger Sanktionsentscheid gegen einen Teilnehmer ergangen (in den letzten zehn Jahren waren es 35 publizierte Sanktionsentscheide); er wurde mit einer Busse von CHF 10'000.- sanktioniert (vgl. Entscheid der Sanktionskommission von SIX Swiss Exchange vom 19. Februar 2015).

³¹ Nach Art. 27 Abs. 1 FinfraG hat der Handelsplatz „unter Aufsicht der FINMA eine eigene, seiner Tätigkeit angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation“ zu gewährleisten. Dieser explizite Verweis auf die Aufsicht der FINMA ist neu, weil sich der Gesetzgeber sehr wohl bewusst war, dass die Selbstregulierung international stark unter Druck geraten ist und es deshalb deutlicher staatlicher Steuerung bedarf. Siehe dazu Botschaft zum FinfraG vom 13. September 2014, BBl 2014 7483 ff., 7531.

³² Zu diesen Interessenverflechtungen siehe *Contratto* (Fn 3), 148.

³³ Interessanterweise gibt es hingegen bei Verstössen gegen die Emittentenregulierung, wo keine eigentliche Kundenbindung mit dem Handelsplatz besteht, relativ viele Sanktionsverfahren.

³⁴ Korrektur eines Orthographiefehlers im Entwurf.

³⁵ Der Begriff „Systeme“ sollte der Klarheit halber ausschliesslich als Kurzform für „Handelssysteme“ verwendet werden.

³⁶ Dito.



Ein Vollzug dieser Teilnehmerpflichten durch die FINMA hätte zunächst entscheidende Vorteile im **Binnenverhältnis**. Der Instanzenzug könnte wesentlich verschlankt werden und überdies würde sich der Rechtsschutz für Betroffene zufolge Anwendbarkeit des VwVG verbessern.³⁷ Die neuen regulatorischen Vorgaben für den algorithmischen Handel und den Hochfrequenzhandel gemäss Art. 31 E-FinraV stellen lediglich eine thematische Erweiterung der allgemeinen Effekthändlerregulierung nach Art. 10 ff. BEHG (bzw. der regulatorischen Vorgaben für Wertpapierhäuser i.S.v Art. 38 E-FiniG) dar. Es rechtfertigt sich daher ein einheitliches, bei der FINMA konzentriertes Vollzugsmodell. Man mag kritisch einwenden, der FINMA fehle zur Beaufsichtigung derart technischer Vorgänge die nötige Sachnähe und das einschlägige Know-how. Wendet man die in Art. 31 FinfraG vorgesehene Kooperationsbestimmung jedoch konsequent an, so müsste die Handelsüberwachungsstelle eines Handelsplatzes die FINMA auch immer dann benachrichtigen und faktenmässig instruieren, wenn Verstösse gegen die Vorgaben für den algorithmischen Handel (Art. 30 FinfraG i.V.m. Art. 31 E-FinraV) in Frage stehen. Auch pragmatisch-praxisorientierte Überlegungen sprechen somit nicht gegen einen hoheitlichen Vollzug durch die FINMA.

Entscheidend ins Gewicht fällt jedoch der Umstand, dass ein hoheitlicher Vollzug durch die FINMA den **Nachweis eines „gleichwertigen Aufsichts- und Rechtsrahmens“** i.S.v. Art. 47 MiFIR wesentlich **erleichtern** würde. Denn selbst wenn sich die schweizerischen Behörden nach Kräften darum bemühen, dass die Selbstregulierung (einschliesslich des nicht-hoheitlichen Vollzugs) als gleichwertige Alternative zur staatlichen Regulierung und Aufsicht im Ausland anerkannt wird, bliebe der Ausgang des anstehenden EU-Äquivalenzverfahrens bei einem Festhalten am derzeitigen Vollzugsmodell von Art. 31 E-FinraV höchst ungewiss.³⁸

Für allfällige Rückfragen stehe ich gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Prof. Dr. iur. Franca Contratto

³⁷ Für eine Kritik an den Ineffizienzen des geltenden Instanzenzuges gestützt auf Art. 9 Abs. 3 BEHG siehe *Rolf H. Weber*, Neuordnung der Rechtsprechungsorgane im Schweizer Börsenwesen?, SZW 2011, 585-595, 587, 591.

³⁸ Zur mutmasslichen internationalen Wahrnehmung des schweizerischen Konzepts der gesteuerten Selbstregulierung siehe *Zulauf* (Fn 6), Rz 77.