

Dokument	AJP 2016 S. 305
Autor	Thomas Hochstrasser
Titel	Dark Pools im Spannungsfeld zwischen Transparenz und Anonymität
Publikation	Aktuelle Juristische Praxis
Herausgeber	Ivo Schwander
ISSN	1660-3362
Verlag	Dike Verlag AG

AJP 2016 S. 305

Dark Pools im Spannungsfeld zwischen Transparenz und Anonymität



Thomas Hochstrasser*

Similar to the shift of securities trading from traditional stock exchanges to off-exchange trading systems, recently the popularity of so-called «dark pools» has increased drastically. The distinguishing characteristic of such dark pools, namely the lasting anonymity until the closing of the trade, has not only caused concern in Switzerland, but in Europe as well in light of the increasing demand for transparency and protection of investors. This has, accordingly, resulted in various regulatory measures. This article aims to give an introduction to the terminology, the development and the practical relevance of dark pools and illustrate and analyze the pertinent regulatory framework.

La popularité des systèmes extra-boursiers dits « dark pools » a fortement augmenté. Ces systèmes se caractérisent par l'anonymat des transactions. Du point de vue de la transparence et de la protection des investisseurs notamment, cette évolution a provoqué des inquiétudes, en Suisse comme en Europe, lesquelles ont débouché sur des mesures de régulation. Après une introduction terminologique et la présentation

* Thomas Hochstrasser, MLaw, Rechtsanwalt, Niederer Kraft & Frey AG, Zürich.
Der Autor dankt Kerim Tbaishat, M.A. HSG, Edi Bollinger, MLaw, LL.M. und Nina Bremi, MLaw, LL.M. für die wertvolle Mitwirkung an diesem Beitrag.



du développement et de l'importance pratique des dark pools, l'auteur analyse le cadre juridique qui leur est applicable.

Mit der in den vergangenen Jahren zu beobachtenden Verlagerung des Wertpapierhandels von traditionellen Börsen an ausserbörsliche Handelssysteme hat auch die Popularität der sogenannten «Dark Pools» stark zugenommen. Deren kennzeichnendes Merkmal, die bis zum Abschluss des Handelsgeschäfts herrschende Anonymität, hat allerdings sowohl auf europäischer als auch auf schweizerischer Ebene, insbesondere mit Blick auf die Forderung nach Transparenz und Anlegerschutz Bedenken hervorgerufen und zu entsprechenden regulatorischen Massnahmen geführt. Diese gesetzlichen Rahmenbedingungen soll der vorliegende Beitrag nach einer Einführung in die Terminologie, die Entwicklung und die praktische Relevanz von Dark Pools aufzeigen und beleuchten.

I. Dark Pools als alternative Handelsplattformen

Der organisierte Börsenhandel steht zunehmend unter Wettbewerbsdruck.¹ Verfügten herkömmliche Börsen wie die New York Stock Exchange oder die SIX Swiss Exchange ursprünglich über eine Quasi-Monopolstellung, so erfolgt der Betrieb von Handelsplattformen für Aktien, Derivate und Devisen heute zunehmend über ein breites Spektrum an alternativen Anbietern. Die Marktstruktur widerspiegelt die Attraktivität alternativer Plattformen: In den USA fanden gemäss Statistik 2012 rund 31% der Wertpapiergeschäfte ausserbörslich statt, was gegenüber 2009 einem Anstieg von 48% entspricht.² 2013 sind mehr als zwei Drittel aller Transaktionen ausserbörslich ausgeführt worden.³ In Europa wurden im gleichen Jahr rund 46% des Wertpapierhandels über alternative Handels-

AJP 2016 S. 305, 306

systeme abgewickelt.⁴ Diese Verlagerung des Wertpapierhandels von traditionellen Börsen an ausserbörsliche Handelssysteme wurde zum einen durch Innovationen im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie möglich, und zum anderen

-
- ¹ Claudia Siebeneck, Die Sanktionsverfahren der Schweizer Börse, Eine kritische Betrachtung, ASR 2013 (793), 21.
 - ² Rhodri Preece, Dark Pools, Internalization, And Equity Market Quality, CFA Institute, 2012, 1, Internet: 192.168.222.114:8080/ProgressMessages/ccb.v2012.n5.1?proxy=192.168.222.114&action=complete&index=240&id=421052251&filename=ccb.v2012.n5.1 (19. Januar 2016).
 - ³ Michael Rasch, «Aktienhandel versickert in dunklen Kanälen», Neue Zürcher Zeitung vom 16.5.2014, Internet: www.nzz.ch/finanzen/der-aktienhandel-versickert-in-dunklen-kanaelen-1.18303281 (19. Januar 2016).
 - ⁴ Rasmeet Kohli, Market fragmentation of securities market, Traditional exchanges versus alternate trading venues, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economics*, 2014 (7), Nr. 2, 303. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass Angaben zu Marktanteilen der verschiedenen Handelsplattformen aufgrund unscharfer Abgrenzungen, teilweise fehlender Dokumentation und eines raschen Wandels in der Branche mit Vorsicht zu geniessen sind, vgl. Rainer Baisch/Simone Baumann/Rolf H. Weber, «Shades of grey» in *Dark Pools*, GesKR 2014, Nr. 2, 186; Rasch (FN 3).



durch die in den vergangenen Jahren in Europa (im Rahmen der MiFID I)⁵ und in den USA (im Rahmen der Regulation NMS)⁶ erfolgte Lockerung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Finanzmärkte gefördert. Insbesondere die legislatorischen Entwicklungen sind aufgrund der globalen Verflechtung der Finanzmärkte und des in der MiFID II⁷ vorgesehenen Äquivalenzerfordernisses – welches den Marktzutritt für Finanzdienstleister aus Drittstaaten von der Gleichwertigkeit der Regulierung des Heimatlandes im Vergleich zur EU-Regulierung abhängig macht⁸ – auch für die Schweiz von eminenter Bedeutung.⁹

Zu den stark an Bedeutung gewinnenden alternativen Handelsplattformen gehören die im Zentrum dieses Beitrages stehenden Dark Pools. Eine einheitliche Definition von Dark Pools fehlt¹⁰ – generell werden damit jedoch alternative Handelsplattformen bezeichnet, die vornehmlich durch institutionelle Investoren genutzt werden, um ausserbörslich Finanzinstrumente, oft in grossen Volumina, zu handeln.¹¹ Bezeichnend für Dark Pools ist, dass der Handel grundsätzlich anonym erfolgt, d.h. ohne Vor- und nur mit eingeschränkter bzw. verzögerter Nachhandelstransparenz.¹² Die IOSCO definiert Dark Pools in ihrem Consultation Report als *«any pool of liquidity that can be accessed electronically and provides no pre-trade transparency regarding the orders that are received by (i.e. reside in) the pool»*.¹³ Aus Sicht der Anleger sind Dark Pools insbesondere aus zwei Gründen attraktiv: Einerseits zeichnet sich der Handel mittels Dark Pools im Vergleich zum organisierten Börsenhandel durch tiefere Transaktionskosten aus.¹⁴ Andererseits ermöglicht die Anonymität von Dark Pools die Abwicklung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (*Orders*) zu einem vom Auftrag selbst unabhängigen Kurs. Dies ist möglich, weil sich die Transaktion mangels Bekanntgabe vor deren Ausführung nicht auf die Kursbildung auswirkt.¹⁵

⁵ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 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, AB1. L 145 vom 30.4.2004 (MiFID I). Präzisiert und ergänzt wird die MiFID I durch die Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (MiFID-Durchführungsrichtlinie) sowie durch die 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 (MiFID-VO).

⁶ Securities and Exchange Commission (SEC), Regulation National Market System (NMS), Release No. 34-51808, File No. S7-10-04, 9.6.2005, Internet: www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf (19. Januar 2016).

⁷ 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, AB1. L 173 vom 12.6.2014 (MiFID II).

⁸ Art. 46 ff. der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 (MiFIR).

⁹ Rolf Sethe, MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 2014 (110), Nr. 19, 478.

¹⁰ Vgl. auch Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 188.

¹¹ Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 183 f.

¹² Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 184.

¹³ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Issues Raised by Dark Liquidity, Consultation Report, CR 05/10, October 2010, 4, Internet: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf (19. Januar 2016).

¹⁴ Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 192; Yossi Brandes/Ian Domowitz, Alternative Trading Systems in Europe, Trading Performance by European Venues Post-MiFID, An Update for 2010, 2 f., Internet: www.itg.com/wp-content/uploads/2009/12/Alternative_Trading_Systems_in_Europe_2010_update_final_6.pdf (19. Januar 2016).

¹⁵ Zum Ganzen: Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 184. Diese Anonymität bzw. Intransparenz führt jedoch auch dazu, dass eine Preisfindung im entsprechenden Dark Pool nicht möglich ist,

II. Terminologie, Entwicklung und praktische Relevanz

1. Terminologie

Der Begriff «Dark Pool» suggerierte lange etwas Mysteriöses und Negatives. Tatsächlich handelt es sich jedoch um eine aus ökonomischer Sicht durchaus attraktive Handelsplattform. Die «dunkle» Komponente im Terminus bezieht sich nicht auf die Handelsplattform selbst, sondern verweist auf die fehlende Vorhandelstransparenz.¹⁶ Entgegen der unbestrittenen Ansicht, dass auch die Vorhandelstransparenz elementar für ein faires, effizientes und geordnetes Funktionieren der Märkte ist,¹⁷ gewähren Dark Pools interessierten Marktteilnehmern keine Einsicht in das Orderbuch und die darin enthaltenen Informationen zu geplanten Kauf- bzw. Verkaufsaufträgen sowie deren Volumina.¹⁸ Anders als beim Handel an herkömmlichen Börsen haben die Anleger und Marktteilnehmer somit bis zum Abschluss des Handelsgeschäfts keine Kenntnis über das Bestehen eines potentiellen Interesses an einem eigenen Kauf- bzw. Verkaufsangebot.¹⁹ Dieser Umstand ermöglicht es, die *market impact costs*, d.h. die Preisveränderungen, welche entstehen können, wenn Informationen über pendente Kaufs- bzw. Verkaufsaufträge bekannt werden, zu minimieren.²⁰ Von besonderer Relevanz ist dies für Geschäfte, die ein grosses Transaktionsvolumen aufweisen:²¹ Während Finanzinstrumente im Rahmen von Dark Pools in grossen Volumina blockweise platziert werden können, ohne sich dabei kursbelastend auszuwirken,²² werden solche Blocktransaktionen im Rahmen einer Ausführung über herkömmliche Plattformen allenfalls aufgeteilt, um einen signifikanten Markteinfluss zu vermeiden.²³ Nach Abwicklung einer Transaktion besteht zwar auch im Rahmen von Dark Pools eine gewisse (Nachhandels-)Transparenz – diese erfolgt jedoch regelmässig verzögert und ist weniger umfangreich als beim organisierten Börsenhandel.²⁴

2. Entwicklung

Ausserbörsliches Handeln fand bereits in den 1970er-Jahren statt, wenn nicht schon früher.²⁵ Bemühungen, durch fehlende Vorhandelstransparenz nachteilige Auswirkungen auf die Kursbildung zu vermeiden, sind deshalb längst keine unbekannte Erscheinung mehr. Zu erwähnen sind insbesondere der bilaterale *off-order-*

sondern diesbezüglich eine Orientierung an öffentlichen Börsen erfolgt: Frank Stocker/Nina Trentmann, «Dark Pools, die dunkle Nebenwelt der Aktienmärkte», Die Welt vom 28.8.2014, Internet: www.welt.de/finanzen/geldanlage/article131635681/Dark-Pools-die-dunkle-Nebenwelt-der-Aktienmaerkte.html (19. Januar 2016); Peter von Hall, Vorhandelstransparenzpflichten für Systematische Internalisierer, Unzulässiger Eingriff in die Privatautonomie oder sinnvoller Regulierungsansatz auch für die Schweiz?, GesKR 2005, Nr. 4, 500.

¹⁶ Vgl. obenstehend I.

¹⁷ Vgl. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for Dark Liquidity, Final Report, FR06/11, May 2011, 15, Internet: chifl.shufe.edu.cn/upload/htmleditor/File/120306104824.pdf (19. Januar 2016).

¹⁸ Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 189.

¹⁹ Vgl. Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 184.

²⁰ Robert Hatch, Reforming the Murky Depths of Wall Street. Putting the Spotlight on the Security and Exchange Commission's Regulatory Proposal Concerning Dark Pools of Liquidity, George Washington Law Review 78, Juli 2010, 1032 ff., 1035.

²¹ Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 184.

²² Peter Yeoh, Dark Pools, Business Law Review 2010 (31), Nr. 1, 8; Stocker/Trentmann (FN 15).

²³ Vgl. Stocker/Trentmann (FN 15).

²⁴ Vgl. Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 184.

²⁵ Yeoh (FN 22), 9.



book-Handel via Telefon sowie der (ebenfalls bilaterale) sog. *upstairs*-Handel.²⁶ Bei Letzterem verhandelten Käufer und Verkäufer von Angesicht zu Angesicht, ohne dass das Geschäft im Anschluss über die Börse abgewickelt wurde.²⁷ Ein erfolgreicher *upstairs*-Handel musste der SIX Swiss Exchange lediglich im Nachhinein gemeldet werden.²⁸

Durch technologischen Fortschritt wurde diesem Problem entgegengewirkt. Die vollelektronischen Systeme, von welchen Dark Pools heute Gebrauch machen, um Kundenaufträge zusammenzuführen (*Matching*), ermöglichen es, eine geeignete Gegenpartei zu finden, ohne dass nichtinvolvierte Marktteilnehmer davon Kenntnis erhalten.²⁹ Dark Pools stellen somit eine sicherere, marktschonendere und kostengünstigere Abwicklung von *off-order-book* Transaktionen dar.³⁰ Es verwundert deshalb auch nicht, dass die Anzahl aktiver Dark Pools in den letzten Jahren stark zugenommen hat: 2002 wurden weltweit noch weniger als ein Dutzend Dark Pools gezählt, während heute alleine in den USA weit über 30 Dark Pools existieren.³¹

AJP 2016 S. 305, 308

3. Praktische Relevanz

Die praktische Relevanz der auch als Schattenbörsen³² bezeichneten Dark Pools wird durch deren ausgeprägte Präsenz sowie deren Entwicklung in den vergangenen Jahren veranschaulicht. Ein Blick auf die Marktanteile von Dark Pools verdeutlicht die zunehmend wichtigere Rolle, welche der Abwicklung von Wertpapiergeschäften an ausserbörslichen Handelssystemen zukommt. In Bezug auf die wachsende Bedeutung der Dark Pools in den USA ist als Beispiel die Entwicklung der NYSE heranzuziehen: Lag der Anteil des Handels der dort gelisteten Wertpapiere 2003 noch bei 80%, ist dieser seither konstant gesunken.³³ Insgesamt läuft heute in den USA weniger als die Hälfte des Aktienhandels über klassische Börsen wie NYSE und NASDAQ.³⁴ Der Marktanteil, welcher dem Handel über Dark Pools in den USA zukommt, liegt bei rund 15%.³⁵ Mit Bezug auf Europa zeigt sich eine ähnliche Tendenz: Während der

26 IOSCO, Consultation Report (FN 13), 4, 10; Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 185.

27 *Upstairs* steht dabei sprichwörtlich für eine auf den Treppen auf dem Weg zum Handelsraum stattfindende Verhandlung zwischen sich gegenüberstehenden Käufern und Verkäufern; IOSCO, Consultation Report (FN 13), 4; Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 185.

28 Vgl. Ziff. 3.2 der Weisung 10 der SIX Swiss Exchange: Meldepflicht, vom 14.1.2009, Internet: www.six-swiss-exchange.com/shared/download/regulation/archive/participants/until_2010_03_31/directives/sse_dir10_de.pdf (19. Januar 2016).

29 Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 191 f.; IOSCO, Consultation Report (FN 13), 10.

30 Die Weisung 5 der SIX Swiss Exchange: «Over the Exchange» – Dienstleistungen, vom 30. Juni 2011 regelt den Block-Handel der Schweizer Börse, Internet: www.six-swiss-exchange.com/shared/download/regulation/archive/participants/dir05_2011_07_01_de.pdf (19. Januar 2016).

31 Von der FINFRA zusammengestellte Daten zu alternativen -Handelssystemen, Internet: www.ats.finra.org/TradingParticipants (19. Januar 2016).

32 Gerald Hosp, «Warum Grossinvestoren die Dunkelheit -suchen», Neue Zürcher Zeitung vom 16.12.2004, Internet: www.nzz.ch/finanzen/warum-grossinvestoren-die-dunkelheit-suchen-1.18445295 (19. Januar 2016).

33 James Angel/Lawrence Harris/Chester S. Spatt, Equity Trading in the 21st Century, Marshall Research Paper Series, Working Paper FBE 09-10, 18.5.2010, 5, Internet: www.sec.gov/spotlight/emsac/equity-trading-in-the-21st-century.pdf (19. Januar 2016); vgl. auch Rasch (FN 3).

34 Vgl. die bei der SEC registrierten alternativen Handelssysteme (*alternative trading systems*, ATS), 1. Dezember 2015, Internet: www.sec.gov/foia/ats/atlist1215.pdf (19. Januar 2016); vgl. auch obenstehend I.

35 Vgl. Zsuzsanna Biedermann, Off-exchange Trading, Dark Pools and their Regulatory Dilemmas, Public Finance Quarterly 2015, Nr. 1, 78 ff., 81; unbekannter Autor, «Saftige Busse für Dark Pool der Credit Suisse», Tages Anzeiger vom 15.9.2015, Internet: www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/unternehmen-und-konjunktur/saftige-busse-fuer-dark-pool-der-credit-suisse/story/12743897 (19. Januar 2016); David Michaels, «Dark Pools Face SEC Plan to



Marktanteil des Handels über Dark Pools 2010 noch ca. 2–3% ausmachte, waren es 2014 bereits ca. 8.5–10%.³⁶

Die dargelegten Zahlen sind jedoch mit Vorsicht zu geniessen, nicht nur, weil grosse Unterschiede in der Erhebung der Daten für die Studien bestehen und solche schwierig durchzuführen sind,³⁷ sondern auch, weil die Branche einem raschen Wandel unterliegt und – wie erwähnt – die Definition der Dark Pools nicht einheitlich ist.³⁸ Eine wichtige Erkenntnis bleibt dennoch: Unabhängig vom letztlich exakten Handelsvolumen ist die praktische Relevanz von Dark Pools beachtlich.

In der Schweiz betrieb die SIX Swiss Exchange von 2007 bis 2011 selbst einen Dark Pool, den sog. *Swiss Block*. Nach dessen Einstellung im Jahre 2011³⁹ ging die SIX Swiss Exchange eine Partnerschaft mit Liquidnet ein, was ihr Zugang zu einem der wichtigsten europaweit operierenden Dark Pools verschaffte.⁴⁰

Auch die Schweizer Grossbanken sind bei den Anbietern von Dark Pools stark vertreten. Die Credit Suisse betreibt mit dem *Crossfinder* in den USA einen der grössten Dark Pools der Welt.⁴¹ Gemäss Wochenbericht vom 30. November 2015 des amerikanischen Selbstregulierers FINRA⁴² wurden in der untersuchten Woche rund 490 Millionen Aktien über *Crossfinder* gehandelt. Die US-Version des von der UBS betriebenen Dark Pools, *UBS ATS*, wies gemäss Wochenbericht sogar ein Total von rund 580 Millionen gehandelten Aktien aus.⁴³ Weitere wichtige Dark Pools neben *Crossfinder* und *UBS ATS* werden u.a. von Deutsche Bank, Morgan Stanley und J.P. Morgan betrieben.⁴⁴

III. Rechtliche Aspekte von Dark Pools

Um die rechtlichen Aspekte von Dark Pools aufzuzeigen, bedarf es eines Blickes über die Grenzen. Obwohl für die Schweiz als Nicht-EU-Staat die europäische Gesetzgebung nicht ohne Weiteres anwendbar ist, hat sich hierzulande (vor allem auf die Wirtschaftsakteure) signifikante

AJP 2016 S. 305, 309

Auswirkungen. Oberste Priorität hat hierbei die Erhaltung des Marktzugangs: Will die Schweiz ihren Finanzdienstleistern den Zutritt zu den europäischen Finanzmärkten weiterhin gewährleisten, so hat der schweizerische Gesetzgeber aufgrund des in der MiFID II statuierten Äquivalenzerfordernisses eine der europäischen Regelung

Shine Light on Their Operations», BloombergBusiness vom 17.11.2015, Internet: www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-17/dark-pools-to-face-sec-plan-seeking-sunlight-on-how-they-operate (19. Januar 2016). Das Wall Street Journal spricht sogar von bis zu 18 %: Gregor Stuart Hunter, «Hong Kong Steps Up Scrutiny of «Dark-Pool» Trading», The Wall Street Journal vom 24.11.2015, Internet: www.wsj.com/articles/hong-kong-steps-up-scrutiny-of-dark-pool-trading-1448365874 (19. Januar 2016).

³⁶ Biedermann (FN 35), 81; vgl. auch Tim Cave, New Shares On Way for EU Dark Pool Trading, Rosenblatt Securities Inc., Media Room, 2.2.2015, Internet: www.rblt.com/news_details.aspx?id=265 (19. Januar 2016).

³⁷ Credit Suisse Crossfinder bspw. stellte 2013 die freiwillige Weitergabe von Daten zur Erstellung von Statistiken ein: Biedermann (FN 35), 81.

³⁸ Vgl. obenstehend I und insbesondere FN 4.

³⁹ SIX Swiss Exchange, Mitteilung Nr. 28, 2011, Internet: www.six-swiss-exchange.com/swx_messages/online/swx_message_201105311017_de.pdf (21. Januar 2016).

⁴⁰ SIX Swiss Exchange, Start von SLS schafft paneuropäischen Liquiditätspool, 8.7.2011, Internet: www.six-swiss-exchange.com/news/overview_de.html?id=sls (19. Januar 2016).

⁴¹ Crossfinder, Internet: www.credit-suisse.com/sites/aes/en.html (19. Januar 2016).

⁴² Der Selbstregulierer Financial Industry Regulatory Authority (-FINRA), welcher für die Beaufsichtigung der im Wertpapierhandel teilnehmenden Akteure zuständig ist, veröffentlicht periodisch die Anzahl an Transaktionen über Dark Pools wie Crossfinder, Internet: www.ats.finra.org/TradingParticipants (19. Januar 2016).

⁴³ Ibid.

⁴⁴ Ibid.

gleichwertige Gesetzgebung anzustreben. Daneben erfordert auch die globale Verflechtung der Finanzmärkte eine an internationalen Standards ausgerichtete Harmonisierung des inländischen Rechts.⁴⁵

Nachfolgend werden zunächst die auf europäischer Ebene vorhandenen rechtlichen Rahmenbedingungen für den Betrieb von Dark Pools sowie deren künftige Entwicklung analysiert. In einem zweiten Schritt erfolgt dann die Auseinandersetzung mit den gesetzlichen Grundlagen in der Schweiz sowie deren Entwicklung.

1. Auf europäischer Ebene

1.1. Die Entwicklung von Dark Pools vor dem Hintergrund der MiFID I

Vor der Einführung der MiFID I existierte in mehreren europäischen Mitgliedsstaaten ein Börsenzwang bzw. eine ähnliche Regelung in Form eines Börsenvorrangs für den Wertpapierhandel, wodurch den Börsen in den jeweiligen Ländern eine Monopol- bzw. Quasi-Monopolstellung zukam.⁴⁶ Entsprechend enthielt die EWG-Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen auch nur Transparenzvorschriften für geregelte Handelssysteme.⁴⁷ Mit der Einführung der MiFID I im November 2007 wurde diese Vorrangstellung der Börsen aufgehoben, indem ausserbörsliche Handelssysteme neben den Börsen zugelassen wurden.⁴⁸

Ziele der MiFID I waren mitunter die Förderung des Wettbewerbs zwischen Handelssystemen, die Verbesserung der Bedingungen für Anleger durch sinkende Transaktionskosten sowie die Harmonisierung des europäischen Finanzmarktes.⁴⁹ Ein wichtiges Instrument zur Erreichung dieser Ziele war die mit der MiFID I eingeführte *Best Execution*-Regel, welche eine Verpflichtung der Finanzintermediäre beinhaltet, ihre Kundengeschäfte über jene Handelsplätze abzuwickeln, die hinsichtlich der Kosten, der Wahrscheinlichkeit und der Schnelligkeit der Ausführung das beste Resultat versprechen.⁵⁰ Dies führte in der Folge zu einem Absinken der Liquidität von den Börsenplätzen zugunsten ausserbörslicher Handelsplattformen wie Dark Pools, die oftmals eine kostengünstigere Alternative zu den traditionellen Börsen darstellen.⁵¹

Angesichts der Komplexität und Anfälligkeit für technische Funktionsstörungen, insbesondere auch im Zusammenhang mit dem Hochfrequenzhandel, wird die durch Dark Pools bewirkte Fragmentierung der Märkte heute zunehmend kritisiert.⁵² Ebenfalls kritisiert wird, dass die zunehmende Abwicklung von Transaktionen über ausserbörsliche Handelssysteme aufgrund deren Intransparenz dazu führe, dass der

⁴⁵ Sethe (FN 9), 478.

⁴⁶ Vgl. Stefan Stenzel, *Ausserbörslicher Aktienhandel – Teilband I, Umfang und Ursachen*, Berlin 1995, 27 ff.

⁴⁷ Art. 21 der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen.

⁴⁸ Telekurs Financial, *MiFID: Standpunkt und Datenangebot*, 2, Inter-net: www.textimtakt.ch/downloads/whitepaper_telekurs%20financial.pdf (19. Januar 2016); vgl. auch Ht. Brüssel, «EU-Kommission schlägt Wertpapier-Regeln vor», *Neue Zürcher Zeitung* vom 6.2.2006, Internet: www.nzz.ch/articleDK2S7-1.9322 (19. Januar 2016).

⁴⁹ Vgl. Erwägung 2 f. MiFID I.

⁵⁰ Vgl. Art. 21 MiFID I und Art. 44 MiFID-Durchführungsrichtlinie. Ein Überblick über die Pflicht zur *best execution* in der Schweiz und im europäischen sowie im internationalen Kontext findet sich z.B. in Matthias Portmann, *Best execution im Spannungsfeld neuer Finanzmarktphänomene*, Dieter Zobl/Mario Giovanoli/Rolf H. Weber/Rolf Sethe (Hrsg.), *Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht* 2013 (113).

⁵¹ Vgl. voranstehend FN 14.

⁵² Im Zusammenhang mit dem Hochfrequenzhandel oft genannt wird zudem *Front Running*. Vgl. zum Ganzen: Gary Shorter/Rena S. Miller, *Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments*, Congressional Research Service Report, 26.9.2014, Internet: www.fas.org/sgp/crs/misc/R43739.pdf (19. Januar 2016), 7; Gerald Hosp (FN 32). An dieser Stelle ist jedoch darauf hinzuweisen, dass eine direkte Kausalität zwischen Hochfrequenzhandel und systemischer Instabilität bisher kaum empirisch nachgewiesen werden konnte: Franca Contratto, *Hochfrequenzhandel und systemische Risiken*, *GesKR*, 2014, Nr. 2, 154.



Kurs den tatsächlichen Marktwert nicht angemessen reflektiert, der Preisfindungsmechanismus beeinträchtigt und generell das Vertrauen in den Markt geschwächt werde sowie dass bestimmte Marktteilnehmer benachteiligt werden.⁵³ Mit Dark Pools in Verbindung gebracht werden schliesslich oft auch systemische Risiken.⁵⁴

Insbesondere den Bedenken betreffend die Fragmentierung des Marktes und die Intransparenz ist im Rahmen der Revision der MiFID I und der daraus hervorgegangenen, am 3. Juli 2014⁵⁵ in Kraft getretenen MiFID II Rech-

AJP 2016 S. 305, 310

nung getragen worden, indem insbesondere die Transparenzvorschriften verschärft wurden.⁵⁶

1.2. Transparenzpflichten gemäss MiFID I

Mit dem Ziel, den Wettbewerb zwischen den Handelssystemen zu fördern, führte die MiFID I zusätzlich zu den geregelten Märkten (Börsen)⁵⁷ die multilateralen Handelssysteme (*Multilateral Trading Facilities*, MTF) ein.⁵⁸ Ein MTF ist «*ein von einer Wertpapierfirma oder einem Marktbetreiber betriebenes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach seinen nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag gemäss den Bestimmungen des Titels II führt*».⁵⁹ Hinsichtlich beider Kategorien enthält die MiFID I Vorschriften zur Vor-⁶⁰ und Nachhandelstransparenz.⁶¹ Während Erstere bezweckt, die Preisbildungseffektivität in Finanzprodukten durch eine Milderung der Wirkungen der Fragmentierung von Liquidität auf den Preisbildungsmechanismus zu schützen,⁶² dient die Nachhandelstransparenz insbesondere der Kontrolle durch die Anleger sowie als Basis für den Preisfindungsprozess.⁶³ Geregelt wird in der MiFID I insbesondere die Pflicht zur Veröffentlichung von Kursen, Handelsvolumina und Daten zu Angebot und Nachfrage.⁶⁴ Zudem werden auch Systematische Internalisierer (SI), d.h. Wertpapierfirmen, welche «*in organisierter und systematischer Weise häufig regelmässig Handel für eigene Rechnung durch Ausführung von Kundenaufträgen*»⁶⁵ betreiben, verpflichtet, den Aktienhandel betreffende verbindliche Kursofferten (*Quotes*) bzw. Umfang, Kurs und Zeitpunkt der abgeschlossenen Geschäfte zu

53 Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 192 ff.; vgl. zu den Risiken von Dark Pools auch: Hatch (FN 20), 1039; IOSCO, Consultation Report (FN 13), 19 ff.; von Hall (FN 15), 500.

54 Stocker/Trentmann (FN 15).

55 Die Richtlinie ist dabei innerhalb von zwei Jahren umzusetzen, wobei die Mitgliedstaaten ihre Massnahmen zur Umsetzung ab dem 3. Januar 2017 anzuwenden haben: Art. 93 MiFID II.

56 Vgl. z.B. Peter Gomber/Frank Nassauer, Neuordnung der Finanzmärkte in Europa durch MiFID II/MiFIR, White Paper Series No. 20, 9, Internet: www.safe-frankfurt.de/uploads/media/Gomber_Nassauer_MiFIDII_MiFIR.pdf (19. Januar 2016). Vgl. dazu überdies auch die IOSCO-Principles, welche sich mit den Bedenken hinsichtlich Dark Pools auseinandersetzen: IOSCO, Final Report (FN 17), 25 ff.

57 Art. 36–47 MiFID I.

58 Art. 5–35 MiFID I.

59 Art. 4 Abs. 1 Ziff. 15 MiFID I.

60 Art. 44 MiFID I (in Bezug auf geregelte Märkte) bzw. Art. 29 -MiFID I (in Bezug auf MTFs).-

61 Art. 45 MiFID I (in Bezug auf geregelte Märkte) bzw. Art. 30 -MiFID I (in Bezug auf MTFs).

62 Von Hall (FN 15), 500, mit Verweis auf Erwägungen -MiFID-VO, N 5.

63 BSK BEHG-Watter/Kägi, Art. 5 N 45; IOSCO, Final Report (FN 17), 28.

64 Vgl. auch Art. 17–34 MiFID-VO.

65 Art. 4 Abs. 1 Ziff. 7 MiFID I. Vgl. auch Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II sowie zu den SIs allgemein: von Hall (FN 15), 497 ff. Anders als das schweizerische Recht, welches diese über die Kategorie der OTFs erfasst, enthält die MiFID I eine spezifische Regelung für die Systematischen Internalisierer.

veröffentlichen.⁶⁶ Die EU-Bestimmungen zur Vorhandelstransparenz sind bezogen auf die verschiedenen Handelssysteme praktisch identisch.⁶⁷

Neben diesen Regeln zur Vor- und Nachhandelstransparenz enthält die MiFID I auch Ausnahmebestimmungen, welche diejenigen Situationen umschreiben, in welchen die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten bei einem entsprechenden Marktmodell, bestimmten Geschäftsarten oder Handelsvolumina einen Verzicht auf die Vorhandelstransparenz und eine Verzögerung der Nachhandelstransparenz vorsehen können.⁶⁸ Konkret sieht dieses sog. *Waiver-Regime* vier Ausnahmen vor, bei deren Vorliegen keine Verpflichtung zur Meldung des Angebots- bzw. Nachfragepreises vor Orderausführung besteht:

1. Der *Reference Price-Waiver* rechtfertigt eine solche Ausnahme für Marktmodelle, die der Transaktionsabwicklung veröffentlichte Referenzpreise zu Grunde legen;⁶⁹
2. der *Negotiated Trade-Waiver* lässt eine Ausnahme von der Vorhandelstransparenz für Systeme zu, welche ausgehandelte Geschäfte formalisieren, sofern die Transaktion innerhalb einer bestimmten Bandbreite abgewickelt wurde oder anderen Bedingungen als denjenigen unterlag, die für den aktuellen Marktpreis der Aktie gelten;⁷⁰
3. der *Order Management Facility-Waiver*, welcher Ausnahmen für Auftragsverwaltungssysteme vorsieht;⁷¹ und
4. der *Large In Scale-Waiver*, welcher Ausnahmen für Aufträge mit im Vergleich zum marktüblichen Geschäftsumfang grossem Volumen gewährt.⁷²

AJP 2016 S. 305, 311

Da Dark Pools in erster Linie von institutionellen Anlegern benutzt werden, um grosse Orders zu platzieren, ist der *Large In Scale-Waiver* von besonderer Bedeutung.

1.3. Transparenzpflichten sowie volumenmässige Beschränkungen gemäss MiFID II

Da vermehrt Kritik am ausserbörslichen Handel aufgekommen ist und negative Auswirkungen auf den Preisbildungsmechanismus an organisierten Märkten befürchtet wurden, wurde im Rahmen der MiFID I-Revision eine Erweiterung der Transparenzpflichten vorgeschlagen.⁷³ Insbesondere erstreckt sich die Vorhandelstransparenz, welche unter MiFID I im Wesentlichen noch auf Aktien beschränkt war, nun auch auf strukturierte Produkte, Anleihen und Derivate.⁷⁴ Zudem erfasst die 2014 in Kraft getretene und bis Januar 2017 in den einzelnen Mitgliedstaaten umzusetzende MiFID II Handelsplattformen, welche bisher weder unter die Definition des geregelten Marktes noch des MTFs subsumiert werden

⁶⁶ Art. 27 f. MiFID I.

⁶⁷ Von Hall (FN 15), 501. Unterschieden wird lediglich, ob es sich bei den gehandelten Finanzinstrumenten um Eigenkapital- oder Nichteigenkapitalinstrumente handelt, vgl. Art. 3, 8 MiFIR.

⁶⁸ Vgl. Art. 44 Abs. 2 und 45 Abs. 2 MiFID I (in Bezug auf geregelte Märkte) sowie Art. 29 Abs. 2 und Art. 30 Abs. 2 MiFID I (in Bezug auf MTFs); Art. 18–20 und 28 MiFID-VO. Eine Übersicht über das *Waiver-Regime* findet sich zudem in European Securities and Markets Authority (ESMA), *Waivers from Pre-trade Transparency, CESR positions and ESMA opinions*, 18.12.2013, 3 ff., Internet: www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011-241g_u_compilation_of_esma_opinions_and_cesr_positions_on_pre-trade_waivers_18122013.pdf (19. Januar 2016).

⁶⁹ Art. 18 Abs. 1 lit. a MiFID-VO.

⁷⁰ Art. 18 Abs. 1 lit. b MiFID-VO. Eine Definition eines ausgehandelten Geschäftes findet sich in Art. 19 MiFID-VO.

⁷¹ Art. 18 Abs. 2 MiFID-VO.

⁷² Art. 20 MiFID-VO. Die entsprechende Mindestauftragsgrösse kann der Tabelle 2 von Anhang II zur MiFID-VO entnommen werden.

⁷³ Vgl. voranstehend III.A.1. Vgl. dazu auch die IOSCO-Principles, welche sich mit den Bedenken hinsichtlich Dark Pools auseinandersetzen: IOSCO, *Final Report* (FN 17), 25 ff.

⁷⁴ Art. 3 MiFIR.



konnten, über die Kategorie der organisierten Handelssysteme (*Organized Trading Facilities*, OTF).⁷⁵

Neben diesem Ausbau der Transparenzpflichten sieht die MiFID II gleichzeitig vor, die Transparenzausnahmen für den Handel über Dark Pools durch volumenmässige Beschränkungen einzudämmen. Diesem *Volume Cap Mechanism* zufolge soll der Handel unter Inanspruchnahme des *Reference Price Waivers*⁷⁶ oder des *Negotiated Trade Waivers*⁷⁷ auf 8% des gesamten Handelsvolumens in der EU beschränkt werden, wobei auf einer Plattform nur 4% des gesamten EU-Volumens abgewickelt werden dürfen.⁷⁸ Bei einem Überschreiten dieser Obergrenzen ist ein sechsmonatiges Aussetzen der Ausnahmeregelung für Handelsgeschäfte mit dem betreffenden Finanzinstrument an der entsprechenden oder sogar an allen Plattformen vorgesehen.⁷⁹ Zu beachten ist jedoch, dass die volumenmässige Beschränkung keine Anwendung auf diejenigen *Negotiated Trade Waivers* findet, welche sich gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b Ziff. iii MiFIR auf ausgehandelte Geschäfte beziehen, auf welche andere Bedingungen als der jeweils geltende Marktkurs des betreffenden Finanzinstruments anwendbar sind. Ebenfalls von der volumenmässigen Beschränkung ausgenommen ist die neu als eine zusätzliche Form des *Negotiated Trade Waivers* eingeführte Ausnahmebestimmung in Bezug auf ausgehandelte Geschäfte, welche illiquide Instrumente betreffen und innerhalb eines Prozentsatzes eines angemessenen Referenzpreises abgeschlossen werden.⁸⁰ Dem *Volume Cap Mechanism* unterliegen schliesslich auch weder der *Large In Scale Waiver*⁸¹ noch der *Order Management Facility Waiver*.⁸² Damit bleiben auch nach Inkrafttreten der MiFID II Transparenzausnahmen für im Rahmen von Dark Pools in grossen Volumina gehandelte Finanzinstrumente möglich.

Ein weiteres Element zur Ausdehnung der Handelstransparenz im Rahmen der MiFID II stellt schliesslich die Einführung des konsolidierten Datentickers (*Consolidated Tape*) dar, welcher sämtliche Daten der genehmigten Veröffentlichungssysteme (APA's) und der Handelsplätze konsolidieren soll. Auf diese Weise soll den Finanzintermediären ein umfassender Überblick über die verfügbaren Handelstransparenzdaten ermöglicht werden.⁸³

2. Schweizerische Gesetzgebung

Um die rechtlichen Aspekte von Dark Pools unter dem schweizerischen Rechtssystem zu beleuchten, wird zur Veranschaulichung zuerst die vor Inkrafttreten des Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG)⁸⁴ geltende schweizerische Gesetzgebung erläutert und anschliessend auf das am 1. Januar 2016 in Kraft getretene FinfraG eingegangen.

2.1. Gesetzliche Grundlagen vor Inkrafttreten des FinfraG

Vor dem Inkrafttreten des FinfraG regelte das schweizerische Recht die Handelstransparenz in Art. 5 BEHG. Obwohl in dieser Bestimmung eine explizite Erwähnung und Differenzierung zwischen Vor- und Nachhandelstransparenz fehlte,

⁷⁵ Erwägung 8 MiFIR.

⁷⁶ Art. 4 Abs. 1 lit. a MiFIR.

⁷⁷ Art. 4 Abs. 1 lit. b MiFIR.

⁷⁸ Vgl. Art. 5 Abs. 1 lit. a MiFIR.

⁷⁹ Art. 5 Abs. 2 und 3 MiFIR.

⁸⁰ Art. 4 Abs. 1 lit. b Ziff. ii MiFIR.

⁸¹ Art. 4 Abs. 1 lit. c MiFIR.

⁸² Art. 4 Abs. 1 lit. d MiFIR.

⁸³ Vgl. zum Ganzen: Erwägung 116 f. MiFID II.

⁸⁴ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel, SR 958.1.

deckte Art. 5 BEHG beide Aspekte ab.⁸⁵ Dabei wurde in der Lehre vertreten, dass die Vorhandelstransparenz von Abs. 1 und die Nachhandelstransparenz von Abs. 3 erfasst sei.⁸⁶

AJP 2016 S. 305, 312

Die Pflicht zur Vorhandelstransparenz, welche im Gegensatz zur Nachhandelstransparenz nur im Bereich der Börse und der börsenähnlichen Einrichtungen bestand, verlangte grundsätzlich eine sofortige (*real-time*) Information der Marktteilnehmer.⁸⁷ Im Bereich von Blocktransaktionen konnte jedoch eine Ausnahme im Sinne einer verzögerten Information gewährt werden. Gewährleistet wurde die Vorhandelstransparenz durch die in Art. 5 Abs. 2 BEHG verankerte Pflicht der Börse zur chronologischen Aufzeichnung über Transaktionen in Effekten mittels Führung eines Journals (Orderbuches), welches öffentlich einsehbar war.

Der Pflicht zur Nachhandelstransparenz unterstand dagegen, anders als bei der Vorhandelstransparenz, neben dem börslichen auch der ausserbörsliche Handel.⁸⁸ Sichergestellt wurde die Nachhandelstransparenz insbesondere über die Meldepflichten gemäss Weisung 10 der SIX Swiss Exchange. Die Meldefrist betrug bei ausserbörslichen Handelsabschlüssen gemäss Ziff. 3.2 der Weisung 10 der SIX Swiss Exchange grundsätzlich 30 Minuten,⁸⁹ wohingegen die Meldung an der Börse automatisch erfolgte.

Ausserbörslichen Handelssystemen wie den Dark Pools wurden folglich nicht nur im Rahmen der Vorhandelstransparenz, sondern auch im Rahmen der Nachhandelstransparenz Ausnahmen zugesprochen. Dies war insofern zu begrüssen, als eine maximale Transparenz insbesondere mit Blick auf Blocktransaktionen aus ökonomischer Sicht abzulehnen ist.⁹⁰

2.2. Gesetzliche Grundlagen gemäss FinfraG

Mit dem am 1. Januar 2016 in Kraft getretenen FinfraG sollen die im Hinblick auf die Entwicklung der Finanzmärkte bestehenden Unzulänglichkeiten und Divergenzen gegenüber internationalen Standards und aktuellen Marktverhältnissen durch eine einheitliche Regelung der Finanzmarktinfrastrukturen aufgegriffen werden. Darüber hinaus bezweckt das FinfraG die nachhaltige Stärkung der Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz.⁹¹ Zur Erreichung dieser Ziele vereinigt das FinfraG die nach altem Recht verstreuten aufsichtsrechtlichen Anforderungen u.a. des Börsengesetzes,⁹² Bankengesetzes⁹³ und Nationalbankgesetzes⁹⁴ in einem einzigen Gesetz.⁹⁵

85 BSK BEHG-Watter/Kägi, Art. 5 N 35, 45 f. und 50.

86 Ibid.

87 BSK BEHG-Watter/Kägi, Art. 5 N 35.

88 Baisch/Baumann/Weber (FN 4), 197.

89 Falls der Abschluss nach Handelende zustande kommt, ist dieser bis spätestens vor Handelseröffnung des nachfolgenden Tages zu melden: Ziff. 3.2 der Weisung 10 SIX Swiss Exchange: Meldepflicht, vom 14.1.2009, Internet: www.six-swiss-exchange.com/shared/download/regulation/archive/participants/until_2010_03_31/directives/sse_dir10_de.pdf (19. Januar 2016).

90 BSK BEHG-Watter/Kägi, Art. 5 N 31.

91 Vgl. zum Ganzen: Botschaft des Bundesrates zum FinfraG, BBl 2014, 7483 ff.; Medienmitteilung des Bundesrats vom 3. September 2014, Bundesrat verabschiedet Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, Internet: www.news.admin.ch/message/index.html?lang=de&msg-id=54305 (19. Januar 2016).

92 Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, SR 954.1.

93 Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, SR 952.0.

94 Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank, SR 951.11.

95 Erläuterungsbericht zur Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel, (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV), 20.8.2015, Internet: www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2712/FinfraV_Erl.-Bericht_de.pdf (19. Januar 2016).

In Anlehnung an die MiFID I-Revision nimmt das FinfraG ausdrücklich Bezug auf Handelsplätze, d.h. Börsen oder MTFs (Art. 26 FinfraG) sowie auf OTFs (Art. 42 FinfraG) und präzisiert mit der Einführung der letzten beiden den nicht mehr zeitgemässen Begriff der «börsenähnlichen Einrichtung».⁹⁶ MTFs, welche sich von den Börsen dadurch unterscheiden, dass sie zwar den Handel von Effekten zulassen, jedoch ohne deren Kotierung (Art. 26 lit. c FinfraG), unterliegen analogen Regeln wie die Börsen.⁹⁷ OTFs hingegen werden insofern nicht als eigenständige Finanzmarktinfrastrukturen verstanden, als deren Betrieb den Banken, Effekthändlern, Börsen und MTFs vorbehalten bleibt (Art. 43 Abs. 1 FinfraG). Dieses «Auffangbecken» der OTFs erfasst gemäss Art. 42 FinfraG Einrichtungen zum multilateralen⁹⁸ Handel, wobei der Handel sowohl nach diskretionären (lit. a)⁹⁹ wie auch (in Bezug auf den multilateralen Handel von anderen Finanzinstrumenten als Effekten) nach nichtdiskretionären Regeln (lit. b) erfolgen kann, sowie auch Einrichtungen zum bilateralen Handel (lit. c). Durch die Einführung von MTFs resp. OTFs wird beabsichtigt, die Rechtssi-

AJP 2016 S. 305, 313

cherheit zu erhöhen und das *Level-playing-field* unter den Handelssystemen zu verbessern – dies nicht zuletzt durch die Pflicht zur Beachtung von Transparenzvorschriften.¹⁰⁰

Von eminenter Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die im FinfraG vorgesehene Verankerung und klare Unterscheidung zwischen der Vor- und Nachhandelstransparenzpflichten, was dem Anlegerschutz und der Kontrolle dienen soll und eine Assimilierung der gesetzlichen Regelungen an das europäische Vorbild bewirkt.¹⁰¹ Als Präzisierung von Art. 5 BEHG regeln das FinfraG und die FinfraV die Transparenzvorschriften explizit in Art. 29 FinfraG und Art. 27–29 FinfraV für Börsen und MTFs bzw. in Art. 46 FinfraG und Art. 42–43 FinfraV für OTFs. Während Art. 29 FinfraG Börsen und MTFs grundsätzlich sowohl der Pflicht zur Vor-¹⁰² als auch zur Nachhandelstransparenz¹⁰³ unterwirft, sieht Art. 46 Abs. 1 FinfraG in Bezug auf OTFs lediglich eine Pflicht zur Nachhandelstransparenz vor.¹⁰⁴ Allerdings ist in Art. 46 Abs.

⁹⁶ Vgl. Botschaft FinfraG (FN 92), 7499. Überdies unterstellt das FinfraG alternative Handelssysteme erstmals einer dem Börsenhandel angenäherten Regulierung: Von Hall (FN 15), 497.

⁹⁷ Art. 26–41 FinfraG. Vgl. auch Botschaft FinfraG (FN 92), 7499; Erläuterungsbericht FinfraV (FN 96), 2.

⁹⁸ Art. 22 Abs. 1 der Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (FinfraV) definiert einen Handel als multilateral, wenn dieser «die Interessen einer Vielzahl von Teilnehmern am Kauf und Verkauf von Effekten innerhalb des Handelssystems zusammenführt». Vgl. auch Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 MiFID II; Botschaft FinfraG (FN 92), 7531.

⁹⁹ Gemäss Art. 22 Abs. 2 FinfraV *e contrario* sind Regeln diskretionär, wenn sie dem Handelsplatz bei der Zusammenführung von Angeboten einen Ermessensspielraum einräumen; vgl. auch Botschaft FinfraG (FN 92), 7539. Art. 42 lit. a FinfraG dürfte zudem angesichts des systematischen Zusammenhangs auch solche MTFs als OTFs erfassen, in welchen andere Finanzinstrumente als Effekten in diskretionärer Weise gehandelt werden: von Hall (FN 15), 498.

¹⁰⁰ Erläuterungsbericht FinfraV (FN 92), 2; Botschaft FinfraG (FN 92), 7485, 7530.

¹⁰¹ Botschaft FinfraG, 7532 (FN 92); Erläuterungsbericht FinfraV (FN 96), 4.

¹⁰² Die Pflicht zur *Vorhandelstransparenz* umfasst dabei gemäss Art. 29 Abs. 1 FinfraG die Pflicht zur Veröffentlichung der aktuellen Geld- und Briefkurse für Aktien und andere Effekten sowie der Tiefe der Handelspositionen zu diesen Kursen; vgl. auch Art. 26 f. FinfraV.

¹⁰³ Art. 29 Abs. 2 FinfraG zufolge bezieht sich die Pflicht zur *Nachhandelstransparenz* insbesondere auf die umgehende Veröffentlichung von Informationen, welche namentlich den Preis, das Volumen und den Zeitpunkt der am Handelsplatz getätigten Abschlüsse bzw. der dem Handelsplatz gemeldeten ausserhalb des Handelsplatz getätigten Abschlüsse betreffen; vgl. auch Art. 28 FinfraV.

¹⁰⁴ Die Pflicht zur *Nachhandelstransparenz* bezieht sich dabei nach Art. 46 Abs. 1 FinfraG lediglich auf Information (namentlich Preis, Volumen und Zeitpunkt) zu den am Handelssystem getätigten Abschlüsse; vgl. auch Art. 43 FinfraV, insbesondere Abs. 1, worin betreffend multilateralen Handel auf Bestimmungen zu den Börsen resp. MTFs (Art. 28 Abs. 1, 4 sowie Art. 29 FinfraV) verwiesen wird.

3 FinfraG das Recht des Bundesrates vorbehalten, die Veröffentlichungspflicht in Übereinstimmung mit anerkannten internationalen Standards auf die Vorhandelstransparenz auszudehnen. Von dieser Ermächtigung hat der Bundesrat in Art. 42 Abs. 1 FinfraV Gebrauch gemacht, indem die in Art. 26 f. FinfraV konkretisierte Vorhandelstransparenz betreffend Börsen und MTFs in Bezug auf den multilateralen Handel für sinngemäss anwendbar erklärt wird, soweit ein liquider Markt gegeben ist. Für den bilateralen Handel hingegen beschränkt sich die Vorhandelstransparenz auf die Veröffentlichung von Kursofferten auf Anfrage, sofern kein liquider Markt vorliegt (Art. 42 Abs. 2 FinfraV).

Art. 29 Abs. 3 lit. b resp. Art. 46 Abs. 2 FinfraG räumt dem Bundesrat hinsichtlich aller drei Kategorien von Handelssystemen überdies die Kompetenz ein, insbesondere im Zusammenhang mit Geschäften, die ein grosses Volumen aufweisen oder welche von der SNB getätigt werden, Ausnahmen von den Veröffentlichungspflichten vorzusehen.¹⁰⁵ Entsprechend erlaubt Art. 27 Abs. 4 FinfraV den Handelsplätzen, in deren Reglementen¹⁰⁶ Ausnahmen von der Vorhandelstransparenz vorzusehen, welche den in Art. 4 Abs. 1 MiFIR verankerten *Waivers* (*Reference Price Waiver*, *Negotiated Trade Waiver*, *Order Management Facility Waiver* und *Large In Scale Waiver*) entsprechen.¹⁰⁷ Mit Blick auf die Nachhandelstransparenz ist es den Handelsplätzen gestützt auf Art. 28 Abs. 4 FinfraV ferner erlaubt, für gewisse Geschäfte (wie bspw. solche mit grossem Volumen) eine spätere Veröffentlichung in den Reglementen vorzusehen. Art. 29 FinfraV entzieht dem Anwendungsbereich der Vor- resp. Nachhandelstransparenz schliesslich Effektengeschäfte, welche durch bestimmte Institutionen im Rahmen öffentlicher Aufgaben und nicht zu Anlagezwecken getätigt wurden.

Das FinfraG sieht alsdann eine Bewilligungspflicht für Finanzmarktinfrastrukturen gemäss Art. 4 Abs. 1 FinfraG vor, wodurch diese der Aufsicht durch die FINMA unterstellt sind. Gemäss Art. 2 lit. a FinfraG werden unter Finanzmarktinfrastrukturen zwar u.a. Börsen und MTFs subsumiert, nicht jedoch OTFs. Allerdings ist dies insofern zu relativieren, als der Betrieb von OTFs den Börsen, MTFs, Schweizer Banken und Effektenhändlern sowie in- und ausländischen bewilligten oder FINMA-anerkannten Börsen und MTFs vorbehalten bleibt (Art. 43 Abs. 1 FinfraG). Die Aufsicht wird somit indirekt sichergestellt.

IV. Fazit

Durch die Präzisierung des Begriffs der börsenähnlichen Einrichtungen anhand der abgrenzbaren Begriffe der MTFs und OTFs sowie die diesen auferlegten Transparenzvorschriften will der schweizerische Gesetzgeber namentlich mit Blick auf anonyme Handelsplattformen wie Dark Pools die Transparenz für Anleger und Regulatoren verbessern und eine Anbindung der Schweizer Finanz-

AJP 2016 S. 305, 314

marktinfrastrukturen an die europäischen Finanzmärkte gewährleisten. Allgemein ist in diesem Sinne sowohl in der EU als auch in der Schweiz eine Tendenz zu erhöhter Transparenz zu beobachten, wobei zwischen der verlangten Transparenz und dem Bedürfnis nach Anonymität ein systeminhärenter Widerspruch besteht. Tatsächlich ist mehr Transparenz nicht *a priori* nur wünschenswert, erlaubt deren Absenz doch eine kursschonende Abwicklung von Blocktransaktionen und führt zu einer allgemeinen Senkung der Transaktionskosten. Letztlich geht es somit um eine Interessenabwägung zwischen einer möglichst umfassenden Handelstransparenz und einem kostenbewussten und -effizienten Finanzsystem, welche grundsätzlich zugunsten von

¹⁰⁵ Art. 29 Abs. 3 lit. b und Art. 46 Abs. 2 FinfraG.

¹⁰⁶ Damit verbunden ist eine Genehmigung durch die FINMA als Aufsichtsbehörde, vgl. Art. 27 Abs. 4 FinfraG i.V.m. Art. 24 FinfraV.

¹⁰⁷ Bezüglich der Vorhandelstransparenz für andere Effekten als Ak-tien sind dabei zusätzliche, in Art. 27 Abs. 2–4 FinfraV umschriebene Ausnahmen vorgesehen.



mehr Transparenz ausfallen sollte, wobei den Marktinteressen mittels Ausnahmen entsprochen werden muss.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Matthias Portmann (FN 51), 201; vgl. auch IOSCO, Final Report (FN 17), 26.