



Update zum Positionspapier FinfraG Revision

1. Ausgangslage

1.1. Um was geht es

Im Rahmen der Revision des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG), bei welcher die Vernehmlassung am 19. Juni eröffnet wurde und bis zum 11. Oktober 2024 dauert, stehen Änderungen in der Regulierung des Finanzmarktes zur Diskussion. Die vorgeschlagene Revision des FinfraG sieht unter anderem eine weitreichende Einschränkung der Selbstregulierung der schweizerischen Börsen, allen voran der SIX, vor. Diese Änderungen markieren einen bedeutenden Paradigmenwechsel in der Schweizer Finanzmarktregulierung und bedürfen einer sorgfältigen Analyse.

Im Kern geht es um die Überführung wichtiger Emittentenpflichten von der Selbstregulierung der Börsen in staatliches Recht, die Zentralisierung der Meldestellen bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), die Einführung einer handelsplatzübergreifenden Marktüberwachung durch die FINMA sowie neue gesetzliche Pflichten für Emittenten, insbesondere zur Führung von Insiderlisten.

1.2. Was bedeutet dies für die Selbstregulierung

Selbstregulierung bedeutet, dass die Akteure des Finanzmarktes, insbesondere die Börsen und andere Finanzmarktteilnehmer, selbst Regeln für ihr Verhalten aufstellen und durchsetzen. Dieses System hat im Schweizer Finanzmarkt eine lange Tradition. Die geplante Gesetzesrevision sieht vor, bestimmte Bereiche, die bisher ohne Probleme durch Selbstregulierung geregelt waren, in das Gesetz zu überführen. Konkret betrifft dies drei Hauptbereiche:

- Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität: Dies bezeichnet die Verpflichtung, kursrelevante Tatsachen unverzüglich zu veröffentlichen.
- Die Veröffentlichung von Management-Transaktionen: Hierbei geht es um die Offenlegung von Transaktionen, die Führungskräfte mit Wertpapieren ihres eigenen Unternehmens tätigen.
- Die Führung von Insiderlisten: Diese Listen dokumentieren, welche Personen zu welchem Zeitpunkt Zugang zu Insiderinformationen hatten.

Diese vorgeschlagenen Änderungen bedeuten eine Verschiebung von der bisherigen Selbstregulierung hin zu einer gesetzlichen Regulierung. Die Überwachung der Einhaltung dieser Vorschriften soll in Zukunft neu direkt durch die FINMA erfolgen und somit auch Emittenten ausserhalb des Banken- und Versicherungssektors der FINMA-Aufsicht unterstellen.

1.3. Kein Handlungsbedarf

Die vorgebrachten Gründe für die Einschränkung der Selbstregulierung reichen von angeblichen Ineffizienzen im aktuellen System über mangelnde Einheitlichkeit in der Regulierung und Durchsetzung bis hin zu Schwierigkeiten bei der handelsplatzübergreifenden Überwachung. Auch der Anpassungsdruck durch internationale Entwicklungen, insbesondere in der EU, und der Wunsch nach stärkerer staatlicher Kontrolle und Durchsetzungsmöglichkeiten werden ins Feld geführt. Die FINMA scheint dabei vor allem eine Stärkung ihrer Aufsichtskompetenzen, eine Zentralisierung von Daten und Informationen, eine Verstärkung der Möglichkeiten zur Marktüberwachung, eine Angleichung an internationale Aufsichtsstandards und eine Vereinheitlichung der Regulierung und Durchsetzung anzustreben.

Diese pauschalen Begründungen werfen jedoch die Frage auf, ob die geltend gemachten Probleme tatsächlich bestehen und so schwerwiegend sind, dass sie einen solch fundamentalen Eingriff in das bewährte System der Selbstregulierung rechtfertigen. Konkrete Beispiele oder schon nur Quantifizierungen sind den bundesrätlichen Erläuterungen nicht zu entnehmen.

Die Antwort lautet deshalb Nein.

1.4. Was wird im Detail vorgeschlagen

Im Detail sieht der Vorschlag vor, die Ad-hoc-Publizität und die Meldepflicht für Management-Transaktionen künftig im FinfraG zu regeln, statt wie bisher in den entsprechenden, basierend auf der Selbstregulierungskompetenz, von den Börsen erlassenen Reglementen. Damit soll gemäss Erläuterungen des Bundesrates die Rechtssicherheit erhöht, eine einheitliche Durchsetzung gewährleistet und eine bessere Abstimmung mit anderen gesetzlichen Regelungen ermöglicht werden. Die Zentralisierung der Meldestellen bei der FINMA zielt auf eine zentralisierte Datensammlung und -analyse ab, soll die Fragmentierung vermeiden und eine verstärkte Übersicht über marktübergreifende Aktivitäten schaffen. Inwiefern diesbezüglich Handlungsbedarf besteht, ist allerdings nicht einzusehen, schon gar nicht ein Handlungsbedarf, der einen derart starken Eingriff in ein bewährtes Regulierungssystem wie die Selbstregulierung rechtfertigen würde.

Die FINMA soll zudem eine neue Kompetenz zur handelsplatzübergreifenden Marktüberwachung erhalten. Dies wird mit der besseren Erkennung von marktübergreifenden Manipulationsmustern, einem ganzheitlichen Ansatz zur Marktüberwachung und der Stärkung der Marktintegrität begründet.

Die Einführung einer gesetzlichen Pflicht zur Führung von Insiderlisten für alle Emittenten soll die Prävention von Insiderhandel verbessern, die Aufklärung von Verstössen erleichtern und eine Angleichung an internationale Standards, sprich das EU-Recht, bewirken. Hierzu ist zu betonen, dass bspw. die USA keine Pflicht zur Führung von Insider Listen kennt. Entsprechend scheint es doch verwegen, hier von «internationalen Standards» zu sprechen, zumal die Pflichten zu einem erheblichen Mehraufwand für die kotierten Unternehmungen führen werden, ohne sichtbaren Zusatznutzen.

Alle diese Änderungen bringen auch neue Aufgaben für die FINMA mit sich. Sie wird künftig für die Überwachung der Ad-hoc-Publizität, die Kontrolle der Management-Transaktionen, die Überprüfung der Insiderlisten, die Durchsetzung der neuen gesetzlichen Pflichten und die handelsplatzübergreifende Marktüberwachung zuständig sein. Dies bedeutet eine erhebliche Ausweitung der (Aufsichts-)Kompetenzen und neue direkte Verantwortlichkeiten der FINMA im Bereich der Emittentenpflichten, welche heute in dieser Form nicht gegeben sind, weshalb sich durchaus auch die Frage gestellt sei, ob die FINMA denn die richtige Behörde für diese Aufgaben sei, und auch hier sei nochmals darauf hingewiesen, dass diese Aufgaben bisher äussert professionell und ohne jeglichen Anlass zu Skandalen von den Organen der Selbstregulierung wahrgenommen wurden.

Während die Handelsüberwachung grundsätzlich bei den Handelsplätzen verbleibt, werden die Meldestellen bei der FINMA zentralisiert. Die FINMA erhält zudem Zugang zu Orderbuch- und Referenzdaten der Handelsplätze und führt eine handelsplatzübergreifende Marktüberwachung durch. Die SIX und andere Handelsplätze verlieren somit die direkte Kontrolle über die Meldestellen, behalten aber ihre Aufgaben in der handelsplatzspezifischen Überwachung.

1.5. Was spricht für das Selbstregulierungssystem

Es gibt gewichtige Argumente, das bestehende System beizubehalten. Die Selbstregulierung hat sich über Jahrzehnte bewährt und ermöglicht eine flexible, praxisnahe, kostengünstige und wirksame Regulierung, die sehr rasch auf neue Trends reagieren kann. Dabei hat gerade auch das bisherige Gleichgewicht von Regulierern und Regulierten in den Organen der Selbstregulierung zu einer Regulierung mit Augenmass geführt, wobei keineswegs die Rede davon sein kann, dass die Selbstregulierung im

internationalen Vergleich eine «Regulierung light» sei. Insofern bergen die vorgeschlagenen Änderungen klar die Gefahr einer Überregulierung, die die Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes beeinträchtigen könnte. Kommt hinzu, dass die Finanzmärkte ein äusserst spezialisierter Bereich sind. Die Börsen und Marktteilnehmer verfügen über dieses tiefgreifende Fachwissen, und die Befürchtung ist real, dass dieses Fachwissen bei einer Zentralisierung weitgehend verloren ginge, denn es wäre den Emittenten ja nicht mehr möglich, ihre Fachexperten in paritätische Regulierungsgremien zu entsenden. Eine Zentralisierung bei der FINMA wird auch zu Effizienzverlusten und zu höheren Kosten führen.

Nicht ausser Acht zu lassen gilt es zudem, dass die bestehenden rechtlichen Grundlagen vorsehen, dass die FINMA das Kotierungsreglement sowie die Richtlinien zu Ad hoc Publizität und Management Transaktionen genehmigen muss. Der Erlass dieser Regularien durch die SIX Exchange Regulation stützt sich auf einer gesetzlichen Ermächtigung. Die Stärkung der Unabhängigkeit des Regulatory Boards ist zudem erst kürzlich erfolgt. Das Selbstregulierungssystem steht keineswegs in einem luftleeren Raum. Die FINMA ist bereits involviert.

Soweit die Vorteile der Selbstregulierung, die nicht ohne Not aufgegeben werden sollten. Und genau diese Notwendigkeit besteht nicht, werden doch die angeblichen «Defizite» der Selbstregulierung in der Vorlage nicht konkret belegt.

Mit Blick auf das Gesagte, ist die Interessenabwägung eindeutig. Die Gesetzgebung muss verhältnismässig sein. Dass unter anderem die Überführung der Kompetenz zur Regulierung der Ad-hoc-Publizität und der Veröffentlichung von Management-Transaktionen auf die FINMA als vermeintlich einzig gangbarer Weg und somit als der kleinste Eingriff in ein anerkanntes und ausgezeichnet funktionierendes System gesehen wird, um Marktmissbrauch zu verhindern und die Marktintegrität zu erhöhen, lässt sich weder aus der Historie noch aus den Erfahrungen zur Selbstregulierung belegen. Die Selbstregulierung ist klar ein Wettbewerbsvorteil, um den die Schweiz international beneidet wird. Diesen ohne Not auszugeben wäre mit Sicherheit also nicht verhältnismässig. Das vorgebrachte Kriterium mangelnder Datenqualität kann ohne weiteres mit für die Selbstregulierung weniger einschneidenden Massnahmen aufgegriffen werden als mit der Überführung der gesamten Meldeaktivitäten auf die FINMA, sofern dafür überhaupt eine Notwendigkeit besteht.

2. Standpunkt

Die Wirtschaft will, dass das bestehende und etablierte System der Selbstregulierung nicht ohne Not geändert wird.

Es lässt sich festhalten, dass die vorgeschlagenen Änderungen im FinfraG einen tiefgreifenden Eingriff in das bewährte System der Selbstregulierung im Schweizer Finanzmarkt darstellen. Während die Ziele einer verbesserten Marktintegrität und Angleichung an internationale Standards - wenn von international bei einer einseitigen Angleichung an die EU überhaupt zu sprechen ist; die USA kennt und nutzt das System der Selbstregulierung- nachvollziehbar sein mögen, erscheint die weitgehende Abkehr von der Selbstregulierung keineswegs zwingend notwendig und mit Sicherheit nicht verhältnismässig. Die Politik muss die vorgeschlagenen Änderungen kritisch hinterfragen und sorgfältig abwägen, ob derart weitreichende Eingriffe in die Selbstregulierung tatsächlich notwendig, verhältnismässig und zielführend sind. Der Erhalt eines wettbewerbsfähigen und innovativen Finanzplatzes Schweiz sollte dabei stets oberste Priorität haben und Wettbewerbsvorteile sollten nicht einfach so aufgegeben werden.

Angesichts dieser Überlegungen erscheint es ratsam, zunächst alle Möglichkeiten zur Optimierung im bestehenden Rahmen auszuschöpfen, bevor ein funktionierendes System grundlegend umgestaltet wird, wobei durchaus auch die Notwendigkeit zusätzlicher Regulierung in Frage gestellt werden kann. Die blosser Angleichung an Europa erfordert keinesfalls die Aufgabe bewährter Schweizer Strukturen und zu betonen ist, dass andere Länder die Selbstregulierung durchaus ebenfalls kennen.