

Zentralisierung der Handelsüberwachungs- und Meldestellen

Schlussbericht

Dr. Samuel Rutz

Matthias Hafner

Dr. Eva Zuberbühler

Ramon Gmür

Elena Zarković

Regulierungsfolgenabschätzung im Auftrag des Staatssekretariats für inter-
nationale Finanzfragen (SIF)

04.03.2024

ISSN 2235-1868



Titel: Zentralisierung der Handelsüberwachungs- und Meldestellen
Status: Schlussbericht
Version: V4
Datum: 04.03.2024
Autoren: Ramon Gmür, Eva Zuberbühler, Samuel Rutz, Elena Zarković, Matthias Hafner
Kontakt: Samuel Rutz, +41 79 204 78 83, samuel.rutz@swiss-economics.ch

Disclaimer

Dieses Gutachten wurde von Swiss Economics SE AG im Auftrag vom Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) erstellt. Obwohl Swiss Economics sich bemüht, nur wahre und korrekte Informationen zu verwenden und eigene Aussagen sorgfältig zu tätigen, kann hinsichtlich der Richtigkeit, Aktualität, Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Vollständigkeit und Verwendbarkeit der nachfolgenden Informationen keine Gewähr oder Haftung übernommen werden. Swiss Economics haftet in keinem Fall für Schäden oder Folgeschäden jeglicher Art, die in irgendeiner Weise im Zusammenhang den nachfolgend bereitgestellten Informationen stehen. Die nachfolgenden Informationen stellen keine rechtliche Beratung dar.

© Swiss Economics SE AG
Ottikerstrasse 7, 8006 Zürich
www.swiss-economics.ch

Executive Summary

Ausgangslage

Im Vergleich mit dem Ausland weist die Schweiz einen verhältnismässig tiefen Zentralisierungsgrad der Handelsüberwachung auf. Sie ist dezentral bei den Handelsplätzen angesiedelt, die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) übernimmt lediglich die Marktaufsicht. Das heutige System weist gemäss Einschätzung des Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) verschiedene Schwachstellen auf, die es erschweren, marktmanipulatives Verhalten und Insiderhandel zu erkennen. So sei die Dateneinsicht als auch die Handelsüberwachung lückenhaft und die Meldespezifikationen zu unterschiedlich. Das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) erhielt deshalb den Auftrag, zu prüfen, welche Folgen eine Zentralisierung der Melde- und Handelsüberwachungsstellen der Schweizer Börsen hätte. Swiss Economics hat im Auftrag des SIF eine Regulierungsfolgenabschätzung (RFA) zu den volkswirtschaftlichen Auswirkungen einer solchen Zentralisierung von Melde- und Handelsüberwachungsstelle durchgeführt. Dabei stehen die folgenden Optionen zur Debatte:

- Die **Meldestellen** betreffend könnten einerseits neu alle Meldungen direkt an die FINMA weitergeleitet werden, was bis anhin nur auf Verdacht geschieht. Andererseits könnten die Meldestelle neu auch zentral in die FINMA integriert werden, womit die Transaktionsmeldungen direkt an die FINMA übermittelt würden.
- Bei den Zuständigkeiten der **Handlungsüberwachungsstelle** würde die FINMA neu die marktübergreifende Überwachung von Marktmanipulation und Insiderhandel übernehmen.

Geprüft wurden die üblichen fünf Punkte einer RFA, wobei der Fokus auf die Auswirkungen auf die gesellschaftlichen Gruppen sowie die Gesamtwirtschaft (Prüfpunkt 3 und 4) gelegt wurde. In diesem Sinn handelt es sich nicht um eine vollumfängliche RFA.

Prüfpunkt 1: Notwendigkeit staatlichen Handelns

Die Notwendigkeit staatlichen Handelns wurde im Rahmen dieser RFA nicht vertieft geprüft. Ein Blick ins Ausland und eine Literaturrecherche lassen jedoch den Schluss zu, dass im heutigen System in der Schweiz durchaus ein Regulierungsversagen im Bereich der Marktaufsicht vorliegen könnte.

Prüfpunkt 2: (Alternative) Handlungsoptionen

Vorliegend wurden auftragsgemäss nur die Regulierungsfolgen der vom SIF vorgelegten Handlungsoptionen geprüft. Alternativen hat das SIF selbständig geprüft.

Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen

Der Kreis der von einer Zentralisierung der Meldestellen direkt betroffenen Stakeholder ist überschaubar. Es handelt sich aktuell hauptsächlich um die beiden Schweizer Handelsplätze (SIX und BX Swiss), die Finanzmarktteilnehmer und die Aufsichtsbehörde (FINMA). Insbesondere letzter würde als Folge einer Zentralisierung neue Rechte und Pflichten

erhalten. Basierend auf den geführten Interviews lassen sich für die drei genannten Stakeholdergruppen die folgenden Auswirkungen erwarten:

- Für die **Handelsplätze** ist bei einer Erweiterung des Status quo für die Meldestellen mit einem leichten Kostenanstieg zu rechnen, da neue Prozesse implementiert werden müssten. Sollte hingegen eine zentrale Meldestelle bei der FINMA eingeführt werden, sind die Kostenfolgen weniger klar abschätzbar: Einerseits erübrigen sich gewisse Pflichten, andererseits entfallen aber gleichzeitig auch die Einnahmen aus den Meldegebühren. Die Handlungsoption einer zusätzlichen zentralen Handlungsüberwachungsstelle bei der FINMA hätte für die Handelsplätze wohl keine Auswirkungen. Ihre Pflicht, den eigenen Handelsplatz zu überwachen, bleibt hiervon unberührt.
- Die **grossen Finanzmarktteilnehmer** erwarten insbesondere von einer Zentralisierung der Meldestelle bei der FINMA gewisse Kostensenkungen, die unter anderem mit einer möglichen (internationalen) Standardisierung des Meldeformats begründet werden. Dies im Gegensatz zu **kleineren Marktteilnehmerinnen**, die bei dieser Handlungsoption – aufgrund ihrer oftmals regionalen Ausrichtung – Mehrkosten befürchten. Mit mehr Unsicherheit behaftet, sind hingegen die Kostenfolgen einer Erweiterung des Status quo für die Marktteilnehmer. Keine grösseren Auswirkungen für die Marktteilnehmerinnen dürfte sodann eine zusätzliche zentrale Handlungsüberwachungsstelle haben.
- Die **FINMA** muss sowohl bei beiden Handlungsoptionen betreffend die Meldestelle als auch bei einer Zentralisierung der Handelsüberwachungsstelle mit steigenden Kosten rechnen, da sie neue Aufgaben zu übernehmen hat. Insbesondere bei der Handlungsoption einer zentralen Meldestelle könnte die FINMA jedoch künftig zur Kostendeckung Meldegebühren erheben.

Prüfpunkt 4: Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen

Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der geplanten Zentralisierung sind überschaubar, es darf aber davon ausgegangen werden, dass die positiven Effekte insgesamt überwiegen. So ist unbestritten, dass der Zentralisierungsschritt den Anlegerschutz stärkt, was wiederum die Finanzmarktstabilität verbessern dürfte. In Bezug auf den Wettbewerb kann vor allem im Falle einer zentralen Meldestelle bei der FINMA von sinkenden Markteintrittsschranken für neue Handelsplätze ausgegangen werden. Sollten jedoch als Folge der Zentralisierung die Kosten für die Marktteilnehmer – insbesondere für die kleineren Banken – spürbar steigen, könnte dies den Wettbewerb tendenziell schwächen. Der Finanzstandort Schweiz würde jedoch generell von einer verbesserten Reputation profitieren. Auf der politischen Ebene könnte ferner möglicherweise ein Schritt in Richtung Rückerlangung der EU-Börsenäquivalenz gemacht werden.

Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug

Prüfpunkt 5 stellte kein Fokus vorliegender RFA dar. Trotzdem kann festgehalten werden, dass die Durchsetzbarkeit aller vorliegenden Handlungsoptionen grundsätzlich gegeben

ist. Zu beachten ist jedoch, dass die FINMA eine effektive markübergreifende Überwachung nur dann vornehmen kann, wenn betreffend die Meldestelle eine der beiden Optionen umgesetzt wird und die FINMA somit die komplette Dateneinsicht erlangt. In diesem Zusammenhang wird noch zu klären sein, ob und inwiefern Anpassungen am Meldeformat vorgenommen werden müssen. Dabei sollte auf eine Umsetzung geachtet werden, die mit möglichst geringen Kosten für die Marktteilnehmer einher geht.

Generell verursacht die geplante Revision – unabhängig von der gewählten Handlungsoption – bei der FINMA die grössten Kosten. Bei einer allfälligen Zentralisierung der Meldestellen würde jedoch für die FINMA die Möglichkeit bestehen, zur Kostendeckung Meldegebühren einzutreiben. Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Übernahme der Handelsüberwachung durch die FINMA komplementär wirken würde, ist doch die heutige Verfolgung missbräuchlichen Verhaltens stark von den Eigenmeldungen der Marktteilnehmerinnen abhängig.

Fazit

Die vom SIF erarbeiteten Handlungsoptionen sind zu begrüßen und stellen durchsetzbare Zentralisierungsschritte dar. Besonders die Einführung einer zentralen Meldestelle bei der FINMA zur Behebung der identifizierten Schwachstellen des heutigen Systems ist als zielführend zu bezeichnen. Bei der Wahl dieser Handlungsoption wäre aber vorab abzuklären, ob und welche Anpassungen am Meldeformat notwendig sind, können solche Anpassungen doch gerade für kleinere Marktteilnehmerinnen hohen Kosten verursachen. In diesem Zusammenhang sollte auch sichergestellt werden, dass die Meldegebühren die Marktteilnehmer – wenn immer möglich – nicht mehr als heute belasten.

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	3
Inhaltsverzeichnis	6
1 Einleitung	8
1.1 Hintergrund	8
1.2 Auftrag, Vorgehen und Struktur.....	8
2 Prüfpunkt 1: Notwendigkeit staatlichen Handelns	9
2.1 Status quo	9
2.2 Evaluation FinfraG-Review	11
2.3 Erfahrungen aus dem Ausland und Befunde aus der Literatur	12
2.4 Einschätzungen des Handlungsbedarfs.....	16
3 Prüfpunkt 2: (Alternative) Handlungsoptionen	17
3.1 Handlungsoptionen Meldestellen.....	17
3.2 Handlungsoption Handelsüberwachungsstellen	19
4 Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen	20
4.1 Betroffene Stakeholder	20
4.2 Perspektive Handelsplätze: BX Swiss	20
4.3 Perspektive Grossbank: UBS AG	22
4.4 Perspektive Regionalbank: Hypothekarbank Lenzburg AG	24
4.5 Perspektive FINMA	25
4.6 Zusammenfassung Auswirkungen	28
5 Prüfpunkt 4: Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft.....	29
5.1 Anlegerschutz	30
5.2 Wettbewerb	31
5.3 Standortattraktivität.....	32
5.4 Zusammenfassung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen.....	32
6 Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug	33
6.1 Durchsetzbarkeit	33
6.2 Umsetzung durch die FINMA.....	33
7 Zusammenfassung und Empfehlungen	34
8 Referenzen.....	36

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Zusammenfassungen Auswirkungen auf die FINMA	28
Tabelle 2:	Übersicht Auswirkungen auf die Kosten der befragten Stakeholder	29

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Darstellung des aktuellen Melde- und Handelsüberwachungsprozesses...	10
Abbildung 2:	Handlungsoptionen Meldestellen	19

Abkürzungen

CAT	Consolidated Audit Trails
DLT	Distributed-Ledger-Technologie
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities and Market Authority
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FIDLEG	Finanzdienstleistungsgesetz
FINIG	Finanzinstitutsgesetz
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
MAD	Market Abuse Directive
MAR	Market Abuse Regulation
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
OTC	Over the counter
RFA	Regulierungsfolgenabschätzung
SEC	Security and Exchange Commission
SECO	Staatssekretariat für Wirtschaft
SER	SIX Exchange Regulation AG
SIF	Staatssekretariat für internationale Finanzfragen

1 Einleitung

1.1 Hintergrund

Im Nachgang zur Finanzkrise 2008 wurde das Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) verabschiedet, das Organisation und Betrieb der **Finanzmarktinфраstruktur** regelt und **Verhaltenspflichten** für die Marktteilnehmer festlegt. Das FinfraG trat 2016 in Kraft. Das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) wurde vom Bundesrat beauftragt, spätestens fünf Jahre nach dem Inkrafttreten des FinfraG, des Finanzdienstleistungsgesetzes vom 6. November 2019 (FIDLEG) und des Finanzinstitutsgesetzes vom 6. November 2019 (FINIG) Bericht über die Auswirkungen dieser Gesetze zu erstatten. Als erstes hat das EFD mit der Überprüfung des FinfraG gestartet. Im Rahmen der entsprechenden Evaluation¹ hat der Bundesrat unter anderem Handlungsbedarf bei den Handelsüberwachungs- und Meldestellen identifiziert. So erlaube die aktuelle Ausgestaltung des FinfraG keine handelsplatz- oder produktübergreifende Aufdeckung und Verfolgung von marktmisbräuchlichem Verhalten. Darum sollen für diese Stellen, die heute dezentral bei den Handelsplätzen ausgelagert sind, *«eine zentrale Handelsüberwachungsstelle und, damit einhergehend, eine zentrale Meldestelle geschaffen werden»*. Dies soll direkt bei der **eidgenössischen Finanzmarktaufsicht** (FINMA) erfolgen, die aktuell als **Marktaufsicht** in diesem Bereich tätig ist.

Zur Umsetzung des Auftrags wurden für die Meldestellen zwei sowie für die Handelsüberwachungsstelle eine **Handlungsoption** erarbeitet. Die beiden Handlungsoptionen bezüglich der Meldestellen sind dabei beide kompatibel mit derjenigen bei der Handelsüberwachungsstelle. Folgende Optionen werden nachfolgend vertieft betrachtet:

- Betreffend die **Meldestellen** könnten einerseits neu alle Meldungen direkt an die FINMA weitergeleitet werden, was bis anhin nur auf Verdacht geschieht. Andererseits könnten die Meldestelle neu auch zentral in die FINMA integriert werden, womit die Transaktionsmeldungen direkt an die FINMA übermittelt würden.
- Bei den Zuständigkeiten der **Handlungsüberwachungsstelle** würde die FINMA neu die Überwachung marktübergreifender Marktmanipulation und Insiderhandel übernehmen.

1.2 Auftrag, Vorgehen und Struktur

Vor dem beschriebenen Hintergrund hat das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) bei Swiss Economics AG eine Regulierungsfolgeabschätzung (RFA) in Auftrag geben, welche die ökonomischen Auswirkungen einer Revision des FinfraG untersuchen soll. Dabei werden die unterschiedlichen Handlungsoptionen des SIF in Bezug auf die Ausgestaltung der Revision analysiert. Insbesondere soll der Status quo – im vorliegenden Fall ein Szenario, bei dem das FinfraG in Bezug auf die Melde- und Handelsüberwachungs-

¹ Vgl. <https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/73356.pdf> [12.02.2024].

stellen nicht revidiert wird – mit den durch das SIF erarbeiteten Handlungsoptionen und deren Auswirkungen verglichen werden.

Eine RFA ist ein analytisches Werkzeug, um die unterschiedlichen Folgen eines staatlichen Eingriffs gegeneinander abzuwägen. Es sollen Nutzen und Kosten von staatlichem Handeln vorausschauend aufgezeigt werden. Grundsätzlich werden im Rahmen einer RFA fünf Prüfpunkte anhand spezifischer Vorgaben des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) abgehandelt:²

1. Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns
2. (Alternative) Handlungsoptionen
3. Auswirkungen auf die einzelnen gesellschaftlichen Gruppen
4. Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft
5. Zweckmässigkeit im Vollzug

Die vorliegende RFA orientiert sich an den üblichen Standards und geht auf alle fünf Prüfpunkte ein. Der Fokus liegt jedoch, wie in der Auftragsbeschreibung gefordert, auf den **Prüfpunkten 3 und 4**. In diesem Sinn handelt es sich nicht um eine vollumfängliche RFA. Insbesondere wurden die Prüfpunkte 1, 2 und 5 nicht in einem Umfang bearbeitet, wie dies in einer vertieften RFA der Fall wäre.

2 Prüfpunkt 1: Notwendigkeit staatlichen Handelns

In diesem Abschnitt wird in einem ersten Schritt kurz der Status quo betreffend die aktuelle Ausgestaltung der dezentral organisierten Meldestellen sowie der Handelsüberwachung erläutert (Abschnitt 2.1). Darauf folgt in Abschnitt 2.2 eine Zusammenfassung der Argumentation in der Evaluation des Finanzmarktinfrastukturgesetzes (FinfraG-Review) und in Abschnitt 2.3 ein Einblick in die akademische Literatur und internationale Evaluationen, woraus schliesslich Anhaltspunkte der Notwendigkeit staatlichen Handels in Abschnitt 2.4 abgeleitet werden.

2.1 Status quo

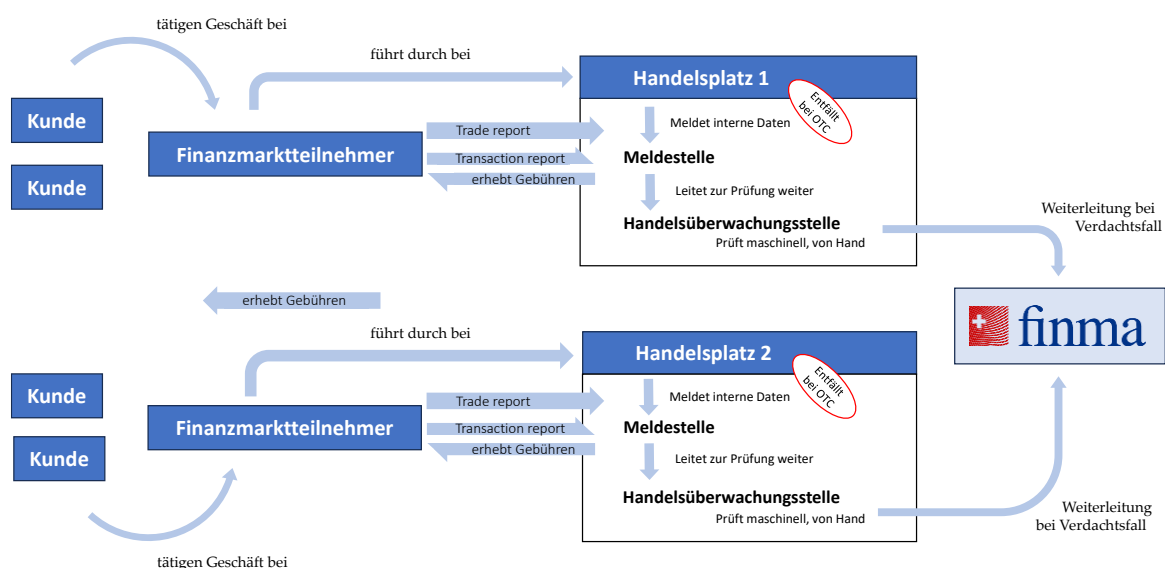
Aktuell hat in der Schweiz im Bereich des Effekten- und Derivatehandel die **FINMA die Marktaufsicht**, während die **Handelsüberwachung den Handelsplätzen** obliegt (Art. 27 Abs. 1 FinfraG). Markt- und Kursmanipulationen, das Ausnützen von Insiderinformationen sowie weitere Gesetzesverletzungen sollen durch die interne Handelsüberwachungsstelle der Handelsplätze aufgedeckt werden. Entsprechend sind die **Meldestellen**, deren

² Vgl. <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/wirtschaftslage---wirtschaftspolitik/wirtschaftspolitik/regulierung/regulierungsfolgenabschaetzung.html> [25.01.2024]

Aufgabe in erster Linie die **Aufnahme von Trade und Transaction Reports**³ getätigter Abschlüsse im Effekten- oder Derivatehandel⁴ ist, ihren jeweiligen Handelsplätzen angegliedert. Während die Trade Reports in erster Linie der Nachhandelstransparenz dienen, sind die Transaction Reports zur Erfüllung der regulatorischen Anforderungen relevant. Die FINMA wird von den Handelsplätzen erst auf Verdacht benachrichtigt. Abbildung 1 visualisiert den Prozess im Status quo.

Der Prozess des Melde- und Handelsüberwachungssystems ist in der Schweiz im Vergleich mit der EU und den USA dezentral ausgestaltet (vgl. auch Abschnitt 2.3): Die wirtschaftlich berechnigte Person (Kunde) ist entweder selbst ein Marktteilnehmer oder beauftragt einen solchen, ein Effekten- oder Derivategeschäft zu tätigen. Dieser Marktteilnehmer handelt die Effekten (oder standardisierten Derivate) auf einem Handelsplatz. Dabei erstellt er sowohl einen Trade Report als auch einen Transaction Report zuhanden der Meldestelle des Handelsplatzes. Der Handelsplatz meldet seinerseits vorhandene internen Daten an die der Meldestelle. Der Handelsplatz meldet seinerseits vorhandene internen Daten an die der Meldestelle.

Abbildung 1: Darstellung des aktuellen Melde- und Handelsüberwachungsprozesses



Quelle: Eigene Darstellung

Bei den Meldestellen werden die meldepflichtigen Abschlüsse (Effekten sowie Derivate, falls die Gewichtung eines Basiswerts 25 Prozent übersteigt und es sich bei diesem

³ Für das Aufdecken von manipulativem oder illegalem Markterhalten sind vornehmlich die Transaction Reports von Relevanz. Im Gegensatz zu den Trade Reports enthalten Transaction Reports auch Angaben der wirtschaftlich berechtigten Person. In der Schweiz sind dies für natürliche Personen die Nationalität, das Geburtsdatum sowie eine interne Kennziffer des Teilnehmers.

⁴ Es unterliegen nicht alle Abschlüsse im Effekten- oder Derivatehandel einer Meldungspflicht. Vgl. dazu das Rundschreiben 2018/2 Meldepflicht Effektingeschäfte unter <https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/rundschreiben/finma-rs-2018-02.pdf?la=de> [29.01.2024].

Basiswert um Effekten gemäss FinfraG handelt) durch die Teilnehmer gemeldet. Im Gegenzug für den Empfang der Transaction Reports erhält die Meldestelle eine Gebühr. Wie erwähnt, erhält zudem die Meldestelle – sofern vorhanden – interne Handelsdaten, sodass ein handelsplatzintern möglichst gesamtheitliches Bild einer spezifischen Transaktion entsteht.

Die Daten werden anschliessend an die entsprechende Handelsüberwachungsstelle des Handelsplatzes weitergeleitet. Dort findet die eigentliche Prüfung auf Basis der Transaktionsmeldungen statt, konkret wird nach markmanipulativem Verhalten und Insiderhandel gesucht. Dies geschieht anfangs vollständig automatisiert, mögliche Warnmeldungen werden dann jedoch von Mitarbeitenden «manuell» geprüft und bearbeitet. Bei Verdacht auf eine Gesetzesverletzung oder sonstige Missstände wird die zuständige Stelle der FINMA benachrichtigt. Falls die potenziellen Gesetzesverletzungen Strafbestände betreffen, informiert die FINMA die zuständige Strafverfolgungsbehörde (Art. 31 Abs. 2 FinfraG).

2.2 Evaluation FinfraG-Review

Das EFD erstellte, so wie vom Bundesrat bei der Verabschiedung des FinfraG gefordert, einen Evaluationsbericht. In diesem Bericht wurden unter anderem auch die Handelsüberwachung und das Meldewesen kritisch geprüft, was einen potenziellen Handlungsbedarf zu Tage förderte. Der Bundesrat hat daraufhin an seiner Sitzung vom 30. September 2022 das EFD beauftragt, bis Mitte 2024 eine Vernehmlassungsvorlage zur Änderung des FinfraG zu erarbeiten.

Das FinfraG-Review beschreibt in Bezug auf die Melde- und Handelsüberwachungsstellen das in Abschnitt 2.1 dargelegte System: Jede Börse (und neu jedes multilaterale Handelssystem) hat seine eigene Melde- und seine eigene Handelsüberwachungsstelle. Die SIX verfügt zu diesem Zweck mit der Six Exchange Regulation AG (SER) über eine Melde- und Handelsüberwachungsstelle, der drei Handelsplätze⁵ angegliedert sind. Das EFD hält in seinem Bericht bezüglich der handelsplatzeigenen Melde- und Handelsüberwachungsstellen fest, dass sowohl die Dateneinsicht als auch die Handelsüberwachung lückenhaft sei und die Meldespezifikationen zu unterschiedlich ausfielen. Als Abhilfemassnahme schlägt das EFD die Weiterentwicklung und Zentralisierung der Melde- und Handelsüberwachungsstellen vor. Damit soll insbesondere die Lücke betreffend der benötigten und nicht vorhandenen holistischen Datensicht geschlossen werden. Gemäss EFD erschwert die praktische Umsetzung der bestehenden Regelung die systematische Aufdeckung und Verfolgung markmissbräuchlichen Verhaltens.

⁵ Der SER sind folgende bewilligte Handelsplätze angegliedert: SIX Swiss Exchange, SDX Trading AG und SIX Repo AG. Hierbei ist anzunehmen, dass die SIX Swiss Exchange über das mit Abstand grösste Handelsvolumen dieser drei Handelsplätze verfügt, während die anderen beiden Handelsplätze kaum oder kein Handelsvolumen aufweisen.

Das EFD verspricht sich von einer Neuorganisation der Melde- und Handelsüberwachungsstellen neben der Identifikation von handelsplatz- und/oder produktübergreifendem markmissbräuchlichem Verhalten überdies auch ein einheitliches Meldeformat, geringere Meldekosten und einen verbesserten Investoren- und Anlegerschutz, da besonders letztere unter marktmanipulativem Verhalten leiden können. Der Umsetzungsaufwand für die Meldepflichtigen soll gemäss EFD möglichst gering bleiben. Bezüglich der Zentralisierung sind gemäss Auftrag des Bundesrates die beiden bestehenden Stellen der SER und der BX Swiss AG zu berücksichtigen. Dabei wird die Option, die existierenden Melde- und Handelsüberwachungsstellen der Handelsplätze in eine neue, zentralisierte Stelle zu integrieren, in den Raum gestellt.

2.3 Erfahrungen aus dem Ausland und Befunde aus der Literatur

Die Literatur bezüglich Zentralisierungsverfahren von Melde- und Handelsüberwachungsstellen ist relativ spärlich. Die wenigen existierenden akademischen Publikationen und Evaluationen ausländischer Regulierungen in diesem Zusammenhang erlauben jedoch eine kurze Übersicht zum möglichen Handlungsbedarf in diesem Bereich in der Schweiz. Dieser Übersicht liegen mehrheitlich qualitative Analysen zugrunde, quantitative Einschätzungen zu den Auswirkungen von Zentralisierungen der Handelsüberwachung und Meldestellen konnten hingegen keine gefunden werden. Auch die qualitativen Befunde können nicht direkt auf die spezifischen Handlungsoptionen des SIF angewendet werden. Sie geben jedoch Hinweise auf die mit einer Zentralisierung einhergehenden Wirkungen auf die Datenvollständigkeit (etwa bezüglich der Meldepflicht von «Over the counter (OTC)»-Derivaten⁶) oder die Möglichkeiten zum Datenaustausch zwischen Aufsichtsbehörden sowie der Datenqualität.

EU-weite Regulierung für national zuständige Behörden erleichtern Zusammenarbeit

Die Integrität der Finanzplätze auf Ebene der EU sollen insbesondere durch die Richtlinie und die zugehörige Verordnung zu Marktmissbrauch (*Market Abuse Directive*, MAD und *Regulation*, MAR) in Zusammenspiel mit der aktuellen Richtlinie und Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID II und *Regulation*, MiFIR) stipulierten Meldepflichten gewährleistet werden.

Der Anwendungsbereich der MAR/MAD ist breit gefasst und gilt etwa auch für Finanzinstrumente, die für den Handel über multilaterale Handelssysteme zugelassen sind. Für die Marktüberwachung zur Aufdeckung von Insiderhandel und Marktmanipulation sind aber

⁶ Dabei handelt es sich um Derivate, die ausserbörslich – also direkt zwischen den Marktteilnehmern – gehandelt werden.

die jeweiligen nationalen Behörden zuständig.⁷ Zur Erfüllung dieser Funktion hat sich bis anhin keine EU-weite Organisation der Institutionen und Prozesse durchgesetzt. Jedoch sind alle Wertpapierunternehmen verpflichtet, die Transaction Reports der getätigten Geschäfte an die zuständigen Behörden zu melden.

Die Behörden haben die in der MAR enthaltenen Mindestanforderungen zu erfüllen und mit der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (*European Securities and Market Authority*, ESMA) zusammenzuarbeiten resp. sich zu koordinieren. Auf Ebene der EU bestehen auch Rahmenbedingungen für einen obligatorischen – und verglichen mit der Schweiz – einfachen Datenaustausch zwischen den national zuständigen Behörden. Zudem verfügen die Behörden über ein Einsichtsrecht in die «Order Books» der Handelsplätze der eigenen Jurisdiktion.

In ihrer Evaluation der MAR⁸ kritisiert die ESMA 2020 allerdings, dass sich die Datengrundlagen der Handelsplätze so stark unterscheiden, dass dies eine marktübergreifende Überwachung erschwere. Einschätzungen zur Organisationsform der Meldestellen oder der Marktüberwachung lassen sich darin jedoch nicht finden. Auch in anderen Evaluationen sind die beschriebenen Auswirkungen typischerweise nicht direkt auf den Zentralisierungsgrad der Marktüberwachung zurückzuführen. Vielmehr scheint primär der Ausgestaltung der Meldepflicht hohe Relevanz für die Marktintegrität zuzukommen, wobei von Praktikern in diesem Kontext insbesondere die Vollständigkeit und zentrale Verfügbarkeit der Daten, sowie deren Qualität und Standardisierungsgrad hervorgehoben werden.⁹

US-amerikanische Marktaufsicht verfügt über zentrales Repository an Handelsdaten

In den USA liegt die Überwachung von Insiderhandel und Marktmanipulation bei der *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), einer zentralen Selbstregulierungsorganisation mit Aufsichtsverpflichtung über Broker und Wertpapierunternehmen, die eng mit der *Security and Exchange Commission* (SEC) zusammenarbeitet.

Im Gegensatz zur EU, resp. den meisten zuständigen nationalen Behörden, kann die FINRA zur Erfüllung ihres Überwachungsauftrags laufend auf ein zentrales Verzeichnis («Repository») zugreifen, das Transaktions-, Order-, Quote- und Trade-Informationen aller relevanten US-Handelsplätze enthält. Seit der schrittweisen Einführung des *Consolidated Audit*

⁷ In den Jahresberichten der zuständigen nationalen Behörden lassen sich typischerweise auch Daten zu Meldungen und der Nachverfolgungsquote finden. Beispielsweise berichtet die Bafin (2018) in ihrem [Jahresbericht 2017](#), dass die meisten ihrer Analysen bezüglich Insiderhandel und Marktmanipulation auf Eigenmeldungen von Verdachtsfällen zurückgehen, die aufgrund neuer Regelungen der MAR von 1'274 Stück im 2016 auf 2'830 Stück im Jahr 2017 gestiegen sind, was im selben Zeitraum 706 bzw. 811 analysierte Vorgänge ausgelöst hat.

⁸ Vgl. <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-mar-review> [13.02.2024].

⁹ Vgl. auch untenstehende Ausführungen und bspw. https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/emeia-financial-services/ey-trader-surveillance-report.pdf [16.02.2024].

Trails (CAT) im Jahr 2020 gelten dieselben Anforderungen für alle US-amerikanischen Wertpapierunternehmen und Handelsplätze.

Empirische Evaluationen zu den Auswirkungen dieses wichtigen Schritts hin zu einer markt- und produktübergreifenden Datengrundlage konnten keine gefunden werden. Jedoch bietet die FINRA in ihrem *Annual Regulatory Oversight Report*¹⁰ Einblick in die gewonnenen Erfahrungen. Diese lassen in der Summe darauf schliessen, dass bezüglich zeitnaher Dateneinlieferung und Handelsaufsicht noch Verbesserungspotenzial besteht. Identifizierte Schwächen beinhalten etwa die unausgereifte Ausgestaltung von Prozessen und Grenzwerten zur Erkennung von Mustern sowie unterschiedlicher Auftragsflüssen bei manipulativem Verhalten. Verbesserungsvorschläge umfassen die Ausweitung der Datenverknüpfung, etwa über verschiedene Systeme hinweg, und gehen auch auf einige spezifische Produktklassen ein. Selbst bei einer zentral organisierten Marktüberwachung, die Zugriff auf ein zentrales Repository hat, scheint – zumindest anfänglich – die Sicherstellung der angemessenen Datengrundlage einen relevanten Erfolgsfaktor zu sein.

Transparenz bei OTC-Derivaten zwecks Erhöhung der Finanzstabilität

Naturgemäss ist eine möglichst vollständige Datengrundlage zentral für die Reduktion von Möglichkeiten, die Marktüberwachung zu umgehen. In der EU wurde die Transparenz im Bereich der OTC-Derivate durch die Einführung der europäischen Marktinfrastrukturverordnung (*European Market Infrastructure Regulation*, EMIR) stark erhöht. Im Zuge der Finanzkrise lag das Hauptziel von EMIR allerdings nicht in der Aufdeckung von Insiderhandel und Marktmanipulation, sondern in der Sicherstellung von Finanzstabilität durch die Möglichkeit der Erkennung von Klumpenrisiken im volumenreichen Geschäft mit OTC-Derivaten.

Die ESMA kam 2017 in einer ihrer Folgeabschätzungen¹¹ des EMIR zum Schluss, dass die Gesamtkosten des Regulierungspakets in der mittleren Frist gesunken sind.¹² In diesen Gesamtkosten berücksichtigt sind neben den positiven Auswirkungen auf die Finanzstabilität auch Kostenreduktionen verschiedener Anspruchsgruppen aufgrund der erhöhten Transparenz, unter anderem gesunkene Anforderungen an die Liquidität und tieferer Aufwand im Bereich Compliance sowie der Mehraufwand aufgrund der strengeren Anforderungen in Zusammenhang mit der eingeführten Meldepflicht. Obschon die Endkunden davon selbst nicht betroffen waren, wird doch eine teilweise Kostenüberwälzung an diese vermutet.

¹⁰ Vgl. <https://www.finra.org/sites/default/files/2024-01/2024-annual-regulatory-oversight-report.pdf> [14.02.2024].

¹¹ Vgl. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017SC0148> [14.02.2024].

¹² Neben der Einführung der zentralen Clearingpflicht von standardisierten OTC-Derivaten und der Meldepflicht an Transaktionsregister enthält EMIR mehrere Vorschriften, die für die Aufdeckung von Insiderhandel und Marktmanipulation wenig relevant scheinen, aber dennoch grosse Auswirkungen auf die Kostenschätzung haben dürften.

Die Ergebnisse der Folgeabschätzungen zu EMIR können nicht direkt auf die Handlungsoptionen des SIF übertragen werden, da die Finanzstabilität vorliegend nicht das Ziel darstellt. Die Regulierungsanstrengungen im Bereich der OTC-Derivate in der EU weisen jedoch auf allfällige Informationslücken hin, die allerdings nicht durch die Zentralisierung der Handlungsüberwachung geschlossen würden, sondern eine Erweiterung der Meldepflichten bedürften.

Informationsasymmetrien und Anlegerschutz

Die weitläufige Ansicht, dass Insiderhandel und Marktmanipulation sich negativ auf die Marktintegrität und das Vertrauen von Investoren auswirkt, vertritt auch Al-Qatanani (2013).¹³ Neben klaren Anforderungen an den Inhalt von Meldungen und zeitnaher Berichterstattung empfiehlt er, dass meldepflichtige Parteien keine Wahl zwischen Meldestellen haben sollten. Diese Schlussfolgerung basiert auf einer juristischen Analyse, steht aber im Einklang mit ökonomischen Studien, die explizit die für eine effektive Marktüberwachung benötigte Informationsgüte untersuchen. So testen etwa Kerry et al. (2018) die Theorie, dass für die Identifikation von Insiderhandel mehr als die Orderbuchdaten benötigt werden. Dass die Aufdeckung von Insiderhandel wahrscheinlicher ist, wenn die Daten zentral zusammengeführt werden, folgt auch aus Johnson und So (2018). Mit Daten eines Zweitmarktes identifizieren sie unterschiedliche Volumengewichte von Titeln, woraus Rückschlüsse auf Marktteilnehmer mit Informationsvorteilen gezogen werden können.

Eine positive Korrelation zwischen geringerer Informationsasymmetrie und finanzieller Entwicklung einer Volkswirtschaft finden unter anderem auch Antzoulatos et al. (2008). Sie betrachten Daten aus 32 Ländern. Häufig zitiert wird auch die Publikation von Castro et al. (2004), in welcher die Erkenntnis, dass Anlegerschutz das Wirtschaftswachstum fördert, nicht nur theoretisch, sondern auch empirisch gezeigt wird. Ein untersuchter Wirkungskanal gemäss Silva et al. (2024) bildet dabei die Volatilität der Aktienmärkte, die durch verstärkten Anlegerschutz abnimmt. Daraus wird gefolgert, dass ein stärkerer Anlegerschutz als Konsequenz von besserer Regulierung einem Land verhilft, international als «sicherer Hafen» dazustehen.

Erkenntnisse zu Insiderhandel und Marktmanipulation

Aitken et al. (2015) geben einen kurzen Literaturüberblick zur Frage, ob die Durchsetzung von Regulierungen die Effizienz und Integrität von Finanzmärkten generell erhöht, wobei keine der angeführten Studien direkt auf die Zentralisierung der Handelsüberwachung eingeht. Die Erkenntnisse von Aitken et al. (2015) deuten jedoch darauf hin, dass detailliertere Regeln für den Börsenhandel und die Überwachung die Anzahl Fälle von

¹³ Für einen ausführlichen Vergleich der Regulierung von Insiderhandel und Marktmanipulation im Vereinigten Königreich und Jordanien vgl. <https://theses.ncl.ac.uk/jspui/bitstream/10443/3408/1/Al-Qatanani%20R.M.%2014%20%283yr%20res.%20rel.%2029.04.17%29.pdf> [20.02.2024].

Marktmanipulation verringern. Die Daten weisen jedoch auch auf den Effekt hin, dass die Gewinne aus dem Insiderhandel dafür generell höher ausfallen.

Eine Vielzahl empirischer Studien ist vor der letzten Finanzkrise und somit in einem grundlegend anders ausgestalteten Regulierungsumfeld durchgeführt worden. Trotzdem können generelle Erkenntnisse wohl in die heutige Zeit übertragen werden. Beispielsweise haben Cumming und Johan (2008) in einer weltweiten Untersuchung gezeigt, dass die marktübergreifende Überwachung effektiver funktioniert als die Intramarktüberwachung, was sich zudem auch positiv auf die Marktkapitalisierung auszuwirken scheint. Für die USA und Kanada wurde in Bezug auf Marktmanipulationen aber auch aufgedeckt, dass womöglich weniger als 1 Prozent aller Manipulationen überhaupt erst strafrechtlich belangt werden (Comerton-Forde und Putnins, 2013).

2.4 Einschätzungen des Handlungsbedarfs

Ob vorliegend die Notwendigkeit staatlichen Handelns tatsächlich gegeben ist, kann nicht abschliessend beurteilt werden. Evaluationen aus dem Ausland deuten jedoch zumindest auf ein mögliches Regulierungsversagen hin: Die aktuelle Handhabung der Transaktionsmeldungen, die – womöglich durch eine nicht zentralisierte Ausgestaltung der Meldestellen – zu uneinheitlichen Meldeformaten führt, kann aus ökonomischer Perspektive allenfalls ein unwirksamer Vollzug der aktuellen Regulierung zur Folge haben. Vornehmlich aus der EU stammende Befunde unterstreichen zudem die Relevanz einer «sauberen» Datengrundlage bezüglich Vollständigkeit und Standardisierung. Auch betreffend der Handelsüberwachung kann aus diesen Evaluationen der Schluss gezogen werden, dass im heutigen Schweizer System eine effiziente marktübergreifende Überwachung wohl kaum möglich sein dürfte. Dies deutet wiederum einen unwirksamen Vollzug hin.

Sollte die heutige Regulierung tatsächlich unwirksam vollzogen werden – worauf es verschiedene Hinweise gibt –, kann der Handlungsbedarf somit bejaht werden. Dies würde aber gewissermassen bedingen, dass die Zielsetzung einer zentralen Melde- und Handelsüberwachungsstelle primär die Vereinheitlichung des Meldeformats ist und nicht die Zentralisierung an sich. Die Zentralisierung stellt in diesem Sinne nur eine mögliche Grundlage zur Erreichung des Ziels einer effizienten marktübergreifende Überwachung dar. Neben der Zentralisierungsfrage sollte deshalb bei der Umsetzung der letztlich gewählten Handlungsoption ein spezifisches Augenmerk auf die Rolle des Meldeformats in den vorgeschlagenen Handlungsoptionen gelegt werden. Gleichzeitig wird es überdies wichtig sein, dass die neue zentrale Aufsichtsbehörde – also die FINMA – so aufgestellt ist (etwa im Hinblick auf Personal und Know-how), dass sie die angestrebte marktübergreifende Überwachung auch tatsächlich wahrnehmen kann. Nur so kann das heute sehr wahrscheinlich vorliegende Regulierungsversagen nachhaltig korrigiert werden.

3 Prüfpunkt 2: (Alternative) Handlungsoptionen

Mit Blick auf eine mögliche Zentralisierung der Melde- und Handelsüberwachungsstellen hat das SIF in Rücksprache mit betroffenen Parteien mehrere Handlungsoptionen für eine potenzielle Umsetzung erarbeitet (zwei für die Meldestellen und eine für die Handelsüberwachungsstelle).¹⁴ Als gemeinsames Element aller vorgestellten Handlungsoptionen ist hier bereits zu erwähnen, dass die FINMA bei den (Teil-)Zentralisierungen jeweils Kompetenzen und/oder Verpflichtungen von derzeit dezentralen Stellen übernehme.

3.1 Handlungsoptionen Meldestellen

Die beiden Optionen betreffend Meldestellen sind im Folgenden kurz beschrieben und in Abbildung 2 dargestellt.

Option 1: Erweiterung des Status quo

Betreffend die Meldestellen schlägt das SIF als erste Möglichkeit vor, die bisherige Systematik zu erweitern. Alle meldepflichtigen Transaktionsmeldungen sollen, wie bis anhin, den Meldestellen der Handelsplätze gemeldet werden. Neu sollen die Meldestellen die Transaktionsmeldungen aber direkt der FINMA weiterleiten und nicht wie bisher erst auf Verdacht (vgl. linke Seite von Abbildung 2).

Diese Erweiterung des Status quo ist aus Sicht des SIF ein wenig invasiver Eingriff in bestehende Strukturen. Alle Transaktionsmeldungen (nach Art. 39 FinfraG und Art. 51 FINIG) würden nach wie vor an die entsprechenden Meldestellen der Handelsplätze übermittelt werden, welche diese wiederum entgegennehmen, verarbeiten und dafür eine Gebühr erhalten. Dabei verbleibt auch die Sicherstellung der Meldequalität und deren Durchsetzung bei den Handelsplätzen. Neu muss dafür aber ein konstanter Datenaustausch zwischen der FINMA und den jeweiligen Meldestellen der Handelsplätze sichergestellt werden.

Die FINMA enthält durch diese Erweiterung des Status quos die Möglichkeit, ein einheitliches Meldeformat festzulegen, wobei die Option einer Meldung im EU-Format bestehen bleiben soll. Zudem könnte die FINMA auch mit ausländischen Behörden Transaktionsdaten austauschen. Durch ein einheitliches, durch die FINMA festgelegtes Meldeformat erhofft sich das SIF eine Reduktion der Komplexität und der Kosten.

Option 2: Zentrale Meldestelle bei der FINMA

Eine zweite Möglichkeit betreffend Meldestellen sieht das SIF in einer vollständigen Zentralisierung bei der FINMA. Neu könnten Transaktionsmeldungen von den Teilnehmern

¹⁴ Hierbei ist anzumerken, dass die beiden Ausgestaltungsmöglichkeiten der Meldestellen de facto unterschiedlichen Varianten einer allfälligen Zentralisierung der Handelsüberwachung entsprechen: Denn ohne Zentralisierung der Handelsüberwachung erübrigt sich die Diskussion über eine Neuorganisation der Meldestellen.

direkt an eine zentrale Meldestelle bei der FINMA eingereicht werden. Dazu müssten die Marktteilnehmer Schnittstellen zur FINMA einrichten. Die heutigen Schnittstellen zwischen Marktteilnehmer und Handelsplätzen sowie FINMA und Handelsplätzen würden jedoch bestehen bleiben. Dabei sollen die Meldungen von der FINMA ohne sensitive Daten eingesehen werden können.

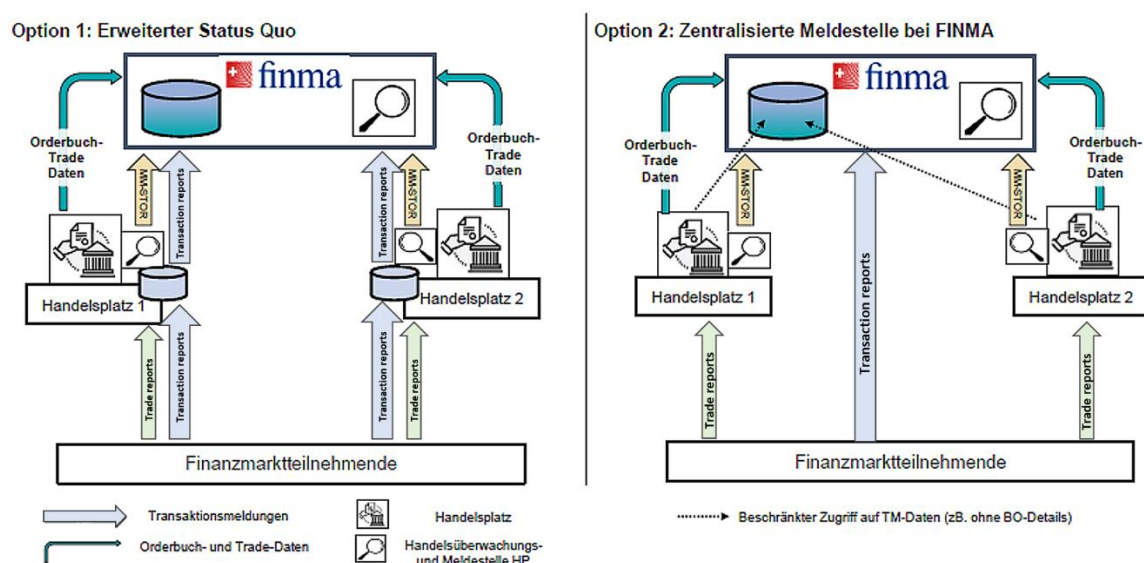
Bei dieser Option würden unter anderem auch die Vorgaben und Durchsetzung betreffend Meldequalität zur zentralen Meldestelle bei der FINMA verschoben. Die FINMA könnte neu auch Meldegebühren für den gestiegenen Aufwand erheben. Die Handelsplätze würden Eingriffe in ihr bisheriges System erfahren und die Marktteilnehmer, die neu direkt an die FINMA melden würden, ebenso. Somit führt diese Handlungsoption im Vergleich zu einem erweiterten Status quo zu einem grösseren Eingriff in die bisherigen Strukturen. Zukünftige Handelssysteme (vgl. Box 1) müssten hingegen keine zusätzliche Infrastruktur errichten. Auch bei dieser Handlungsoption ist die Möglichkeit für die FINMA vorgesehen, Transaktionsdaten mit ausländischen Behörden auszutauschen.

Box 1: DLT-Handelsplätze

Inwiefern im Bereich künftiger multilateraler Handelsplätze, auf denen «Distributed ledger technology (DLT)»-Vermögenswerte gehandelt werden oder die auf dieser Technologie basieren, Handlungsbedarf besteht, lässt sich zum heutigen Zeitpunkt nur schwer voraussagen. Ebenso herausfordernd ist es, mögliche Auswirkungen der geplanten Revision abzuschätzen, da DLT-Handelssysteme sehr unterschiedlich ausgestaltet sein können. Dies macht es schwierig einheitliche Definitionen zu finden. So existieren etwa zentrale und dezentrale Handelsplätze für DLT-Effekten mit unterschiedlichen zugrundeliegenden Funktionsweisen. Sie können überdies die Abwicklung von Transaktionen oder aber auch die Verwahrung entsprechender Vermögenswerte als Dienstleistung anbieten. Letzteres ist in der aktuellen Regulierung bereits berücksichtigt, müssen DLT-Handelsplätze doch die Halter der Vermögenswerte kennen («Know your customer») und getätigte Transaktionen schon heute melden.

Fungieren die DLT-Handelssysteme jedoch als Plattform, bei der sich Kunden einloggen und selbständig Transaktionen durchführen, werden gewisse Aspekte der zugrundeliegenden «Smart Contracts» unter Umständen zu einer Herausforderung: Der wirtschaftlich Berechtigte ist üblicherweise nicht erkennbar, womit dieser vom Handelsplatz auch nicht gemeldet werden kann. In der Praxis wird deshalb bis heute vor allem der Wechsel von Kryptowährungen zu Schweizer Franken und umgekehrt kontrolliert.

Abbildung 2: Handlungsoptionen Meldestellen



Quelle: Eigene Erweiterung der Darstellung des SIF

3.2 Handlungsoption Handelsüberwachungsstellen

Für eine mögliche Zentralisierung der Handelsüberwachungsstellen wurde vom SIF eine Handlungsoption ausgearbeitet, die auf die marktübergreifenden Aspekte der Handelsüberwachung fokussiert. Die Überwachung der Kursbildung sowie der am Handelsplatz getätigten Abschlüsse (die «Handelsüberwachung im engeren Sinne») soll weiterhin durch die Handelsüberwachungsstellen der Handelsplätze übernommen werden. Somit würde auch die bestehende Systematik mit einer Meldung an die FINMA auf Verdacht in Bezug auf die Handelsüberwachung im engeren Sinne bestehen bleiben.

Neu soll jedoch die marktübergreifende Überwachung von Marktmanipulation und Insiderhandel durch die FINMA übernommen werden (die «Handelsüberwachung im weiteren Sinne» oder auch «Marktüberwachung»). Die Marktüberwachung verfolgt insbesondere das Ziel, Marktmissbräuche, die über die Reichweite einzelner Handelsplätze gehen, aufzudecken. Zudem sollen auch Informationen, welche die FINMA von ausländischen Behörden oder aus anderen Verfahren hat, zu Aufdeckungszwecken verwendet werden dürfen. Damit sollen alle relevanten Informationen in die Handelsüberwachung integriert werden.

Grundsätzlich wären alternative Optionen denkbar, beispielsweise basierend auf ausländischen Gesetzgebungen oder durch kleinere oder grössere Anpassungen der bisher vorgestellten Handlungsoptionen. Da Prüfungspunkt 2 jedoch kein Fokus der vorliegenden RFA darstellt, wird vorliegend auf die Prüfung zusätzlicher Alternativen verzichtet.

4 Prüfpunkt 3: Auswirkungen auf gesellschaftliche Gruppen

In den nachfolgenden Abschnitten werden die Auswirkungen aus Sicht der Betroffenen einer allfälligen Zentralisierung der Melde- und Handelsüberwachungsstellen dargestellt. Zu diesem Zweck wurden gemeinsam mit dem SIF in einem ersten Schritt die betroffenen Parteien («Stakeholder») identifiziert. In einem zweiten Schritt wurden sodann spezifische Stakeholder im Rahmen von Interviews befragt, um ein möglichst genaues Bild der zu erwartenden Auswirkungen zu erhalten.

Nicht mit allen relevanten Stakeholdern konnte im Rahmen dieser RFA gesprochen werden. Nichtsdestotrotz konnte mit je einem Vertreter jeder wichtigen Stakeholdergruppe ein Interview durchgeführt werden, womit die nachfolgenden Resultate eine gewisse Repräsentativität aufweisen sollten.

4.1 Betroffene Stakeholder

Von der geplanten Zentralisierung wären hauptsächlich die nachfolgenden Stakeholder direkt betroffen:

- **Handelsplätze:** Als durchführende Partei der Handelsgeschäfte bilden die Handelsplätze eine zentrale Stakeholdergruppe. In der Schweiz existieren bezüglich Melde- und Handelsüberwachung zwei Handelsplätze: Die Handelsplätze der SIX und die BX Swiss. Im Rahmen dieser RFA wurde ein Interview mit der **BX Swiss** geführt.
- **Finanzmarktteilnehmerinnen:** Als Partei, die – gegebenenfalls für Endkunden – an den Börsen handelt, bilden die Finanzmarktteilnehmerinnen eine weitere wichtige Stakeholdergruppe. Dabei handelt es mehrheitlich, aber nicht ausschliesslich, um Banken.¹⁵ Für vorliegende RFA wurde einerseits die **UBS AG** als Vertretung der grossen, andererseits die **Hypothekarbank Lenzburg AG** als Vertretung der kleineren Marktteilnehmer befragt.
- **FINMA:** Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht ist vorliegend als Aufsichtsbehörde der Handelsplätze (und weiterer Finanzmarktteilnehmerinnen) ein wichtiger Stakeholder. Sie stellt als Behörde, bei der die Melde- und Handelsüberwachungsstellen zentralisiert würden, eine direkt betroffene Partei dar. Auch mit der **FINMA** wurde ein Interview durchgeführt.

4.2 Perspektive Handelsplätze: BX Swiss

Kernaussagen

Die BX Swiss ist mit der heutigen Handhabung der Meldestellen bei den Handelsplätzen sowie der Durchführung der Handelsüberwachung grundsätzlich zufrieden. Da heute nur zwei Melde- und Handelsüberwachungsstellen existieren und sich das Gros des

¹⁵ Weitere nennenswerte Marktteilnehmerinnen bilden z.B. die Wertpapierhäuser.

Handelsvolumens aktuell hauptsächlich auf die SIX konzentriert, ist im Status quo de facto bereits eine hohe Zentralisierung Realität. Zudem – oder genau deshalb – ist die BX Swiss der Ansicht, dass es bereits heute schwierig sei, börsliche markt- oder produktübergreifende manipulative Geschäfte zu tätigen. Weitere Zentralisierungen in der Handelsüberwachung würden somit an einem bereits stark zentralisierten System verhältnismässig wenig ändern, die FINMA würde lediglich erneut kontrollieren, was die Handelsplätze bereits kontrolliert haben.

Handlungsoption Erweiterung des Status quo der Meldestellen

Die Auswirkungen einer Erweiterung des Status quo sind zum heutigen Zeitpunkt für die BX Swiss nur schwer abzuschätzen. Diese seien weitgehend von der exakten Umsetzung abhängig, namentlich ob die FINMA eine automatische Weiterleitung wünscht oder der Zugriff mittels eines Tools erfolgen würde, mit dem sie die Transaktionsmeldungen selbst ziehen könnte.¹⁶ Aus Sicht der BX Swiss wäre hier mit zusätzlichen Kosten zu rechnen, da der Aufbau der benötigten Infrastruktur Investitionen bedarf, bestehende Infrastrukturen aber weiter betrieben werden müssten und somit auch die Mitarbeiterzahl voraussichtlich nicht reduziert werden könnte. Jedoch besteht im heutigen System Verbesserungspotenzial aufgrund der unterschiedlichen Spezifikationen der beiden heute existierenden Meldestellen, das mit einer Vereinheitlichung des Meldeformats ausgenutzt werden könnte. Die Vereinheitlichung würde gemäss der BX Swiss insbesondere den Marktteilnehmern zugutekommen. Genauere Kosten- und Nutzeneinschätzungen könnten aber erst bei Klarheit über die spezifische Ausgestaltung einer allfälligen Umsetzung dieser Handlungsoption gemacht werden.

Handlungsoption zentrale Meldestelle bei der FINMA

Die Auswirkungen einer zentralen Meldestelle sind für die BX Swiss höchst überschaubar, es würde sich kostenseitig kaum etwas ändern. Da mit dieser Lösung ein einheitliches Meldeformat einhergeht, könnte dies gegebenenfalls zu gewissen Kosteneinsparungen – wiederum insbesondere bei den Marktteilnehmerinnen – führen. Aufgrund der Grösse der BX Swiss sind in Bezug auf die Mitarbeiterzahl nur geringe Änderungen zu erwarten: Im Bereich der Meldestellen ist eine sehr kleine Anzahl Mitarbeitende beschäftigt, die ebenso in der Überwachungs- oder noch weiteren Stellen tätig sind. Für die BX Swiss käme es zwar zu einer geringfügigen Doppelspurigkeit, da sie nach wie vor die Trade Reports der Meldepflichtigen erhalten würde, weshalb auch in dieser Handlungsoption die bestehende Infrastruktur erhalten bleiben müsste.

Im Gegensatz zur ersten Option müsste die BX Swiss die Transaktionsmeldungen bei der FINMA einholen, falls sie diese für die Handlungsüberwachung i.e.S. benötigt. Trotz Wegfall der Meldegebühren, die im Status quo kostendeckend sind, erwartet der Handelsplatz im Vergleich zu einer Erweiterung des Status quo infolge geringerem Investitionsbedarf in

¹⁶ Letzteres könnte in der Ausgestaltung dem zentralen Verzeichnis der amerikanischen FINRA ähneln.

die Infrastruktur insgesamt eine vorteilhaftere Kostenstruktur. Der Ort der Meldestelle ist für die BX Swiss zweitrangig. Allenfalls könnten aber Doppelspurigkeiten vermieden werden, da gemäss der BX Swiss die Mehrheit der Marktteilnehmerinnen im Status quo an beide Meldestellen melden.

Handlungsoption Handelsüberwachungsstellen

Sollte die FINMA die Handelsüberwachung im weiteren Sinne neu übernehmen, sind für die BX Swiss kaum Änderungen zu erwarten. Die Börse würde die Handelsüberwachung i.e.S. weiterführen und ihren Handel nach Marktmanipulationen oder Insiderhandel überwachen, die FINMA würde zusätzlich die «Vogelperspektive» einnehmen. Die internen Prozesse der Handelsüberwachung im engeren Sinne laufen weiter. Ob Infrastrukturanpassungen notwendig wären, hängt im Wesentlichen von den Anforderungen der FINMA und der effektiven Ausgestaltung des zukünftigen Datenaustausches ab. Beim Mitarbeiterbestand wäre mit geringen Änderungen zu rechnen.

Präferenz BX Swiss

Für die BX Swiss ist die Schaffung einer zentralen Meldestelle bei der FINMA ein Schritt in die richtige Richtung. Solange ausländische Meldeformate weiterhin akzeptiert werden, sieht der Handelsplatz keine negativen Auswirkungen – auch nicht für die internationale Attraktivität des Finanzplatzes Schweiz. Auch in Bezug auf die marktübergreifende Handelsüberwachung von Marktmanipulation und Insiderhandel durch die FINMA ist aus Sicht der Börse nichts einzuwenden. Der Einfluss auf die tägliche Arbeit und das Ausmass des Mehraufwandes hängen hauptsächlich von den Anforderungen der FINMA sowie der konkreten Ausgestaltung des Austausches ab.

4.3 Perspektive Grossbank: UBS AG

Kernaussagen

Für die UBS AG, eine global tätige Schweizer Grossbank und somit Teilnehmerin an mehreren ausländischen Handelsplätzen, sind die Auswirkung aller Handlungsoptionen in der Summe überschaubar. Ihr Interessensbereich liegt in erster Linie auch nicht bei einer nationalen Ausgestaltung möglicher Melde- und Überwachungssysteme, sondern viel eher bei einheitlichen Regelungen – insbesondere im internationalen Vergleich und vor allem bezüglich Meldefelder und -format. Bezugnehmend auf die aktuelle Handhabung der Handelsüberwachung betrachtet die UBS AG eine zentrale Stelle, die diese Aufgabe übernimmt, als positiv.

Handlungsoption Erweiterung des Status quo der Meldestellen

Auswirkung auf die UBS AG bei einer direkten Weiterleitung der Meldungen an die FINMA sind zum heutigen Zeitpunkt und ohne genaue Details, wie diese Option konkret umgesetzt würde, schwierig abzuschätzen. Aus Kostensicht ist hier vor allem relevant, ob mit einem generellen Anstieg an Meldungen gerechnet werden müsste. Ist dies der Fall,

könnte dies Kosten nach sich ziehen, zumindest wenn die Umsetzung kein Optimierungspotenzial birgt. Die UBS AG geht aber nicht generell von einem Zuwachs der Meldungen aus. Im Grundsatz würde diese Handlungsoption infolge der Vereinheitlichung der Meldeanforderung eher zu einer Kostensenkung führen, da von Seiten Infrastruktur und Prozessen kaum grössere Änderungen zu erwarten sind.

Handlungsoption zentrale Meldestelle bei der FINMA

Die UBS AG würde eine Umstellung grundsätzlich befürworten, zumal dies der internationalen Praxis entspräche. Ähnliche Modelle bestehen auch in Asien, wo die UBS AG gerade dabei ist, das Transaction Reporting in Hong Kong an die Aufsichtsbehörde umzustellen. Aus Infrastruktursicht müsste die Bank zwar eine Verbindung zur FINMA aufbauen, um die Transaction Reports zu überstellen. Es handelt sich dabei einerseits um eine einmalige Investition in die Infrastruktur, andererseits dürften auch wiederkehrende Kosten für den Unterhalt der Schnittstellen anfallen. Ähnliche Kosten fallen aber auch bei der Weiterführung des gegenwärtigen Systems an, sodass die UBS AG nicht erwartet, dass dies zu höheren Kosten führt. Die Trade Reports werden nach wie vor an die Handelsplätze zur Sicherstellung der Nachhandelstransparenz überwiesen, was für die UBS AG aber nicht zu Doppelspurigkeiten bzw. Mehrkosten führen würde. In Bezug auf die laufenden Kosten der Meldegebühr für Transaction Reports im Vergleich zum Status quo erwartet die UBS AG wesentliche Kosteneinsparungen (heute bezahlt die UBS AG auch eine Zusatzabgabe für die Aufsicht an die FINMA, die sich auf das Transaktionsvolumen abstützt; hier könnte künftig mit einer Kostensenkung gerechnet werden). Die Gesamtauswirkungen hängen schlussendlich davon ab, ob der Nutzen aus den Einsparungen der potenziell günstigeren Meldungen die Kosten der Systemeinführung übersteigt, was längerfristig für die UBS AG durchaus denkbar ist.

Handlungsoption Handelsüberwachungsstellen

Grundsätzlich begrüsst die UBS AG eine marktübergreifende und zentrale Marktüberwachung bei der FINMA. Höchst relevant aus Sicht der Bank sind einheitliche Anforderungen an die Teilnehmer durch die Handelsüberwachung einerseits und an den Inhalt sowie das Format der Meldungen andererseits — letzteres bestenfalls mit Angleich an die EU.

Präferenz UBS AG

Die UBS AG zeigt sich bezüglich des Ortes der Meldestelle im Grundsatz indifferent, respektive bräuchte klarere Informationen betreffend die konkrete Umsetzung, um eine abschliessende Einschätzung abzugeben. Die Bereitschaft zu einer Zentralisierung der Meldestelle ist aber besonders aufgrund potenzieller Kostensenkungen gegeben, dies ist wiederum aber eher mit dem Format und weniger der Angliederung der Meldestelle an eine spezifische Organisation zu begründen.

4.4 Perspektive Regionalbank: Hypothekarbank Lenzburg AG

Kernaussagen

Für Regionalbanken, die nicht über den Einfluss oder die Mittel einer Schweizer Grossbank verfügen, sind unter Umständen andere Auswirkungen der geplanten Gesetzesrevision zu erwarten. Nur schon in Bezug auf die Einschätzung allfälliger Auswirkungen der Handlungsoptionen verfügen die Regionalbanken in der Regel nicht über die Kapazität und das Know-how, um exakte Zahlen zu liefern. Die nachfolgenden Angaben sind in diesem Sinne mit gewissen Unsicherheiten behaftet. Bezüglich der aktuellen Situation sieht die Hypothekarbank Lenzburg AG aus Businesssicht jedoch keinen grundsätzlichen Handlungsbedarf. Die aktuelle Auslegung des FinfraG sei zielführend und minimiere zudem den Aufwand für sie als meldepflichtige Marktteilnehmerin.

Handlungsoption Erweiterung des Status quo der Meldestellen

Sollten die Meldestellen die Transaktionsmeldungen neu der FINMA direkt weiterleiten, rechnet die Regionalbank kaum mit Auswirkungen auf ihre Mitarbeiterzahl, interne Prozesse oder die Infrastruktur. Dies jedoch nur unter der Annahme, dass am Meldeformat keine grösseren Änderungen vorgenommen werden. Hier könnten bereits kleinere Änderung zu einem relativ grossen technischen und somit auch finanziellen Aufwand führen. Somit sind auch die zu erwartenden Kosten dieser Handlungsoption für eine Regionalbank erst abzuschätzen, wenn allfällige Anpassungen am Meldeformat bekanntgegeben werden. Der Ort der Meldestelle selbst ist, sofern alle potenziellen Meldestellen für die Marktteilnehmer gleich gut funktionieren, für eine Regionalbank nicht von Relevanz.

Handlungsoption zentrale Meldestelle bei der FINMA

Aus Sicht einer Regionalbank führt eine zentrale Meldestelle bei der FINMA zu Doppelspurigkeiten, die zu einer merklichen Aufwandssteigerung führen würden. Die Meldung der Trade Reports an die Handelsplätze verbleiben, während die Transaction Reports neu direkt der FINMA gesendet werden müssten. Allein für das Reporting müsste für eine Regionalbank von der Grösse der Hypothekarbank Lenzburg AG mindestens eine halbe Stelle neu geschaffen werden, wobei diese Angabe letztlich stark von der exakten Umsetzung der Handlungsoption abhängt. Hinzu kämen Ausgaben für Schulungen des bisherigen Personals, um auf die regulatorischen Änderungen zu reagieren und das benötigte Know-how aufzubauen. Erfahrungsgemäss stellen «Releases» neuer Systeme immer aufwändige Prozesse dar, bei dieser Handlungsoption würden sie gleich zweimal anfallen. Ebenfalls rechnet die Bank mit einer Steigerung des Aufwands aufgrund der neuen, direkten Schnittstelle mit der FINMA.

Handlungsoption Handelsüberwachungsstellen

Bezüglich der Handelsüberwachungsstelle erwartet die Hypothekarbank Lenzburg AG kaum grosse Änderungen für sich, sollte die FINMA neu die marktübergreifende Überwachung von Marktmanipulation und Insiderhandel übernehmen. Begründet wird dies unter

anderem damit, dass der Ort der Handelsüberwachungsstelle für eine Regionalbank generell irrelevant sei, da der FINMA bereits heute bei Bedarf Dateneinsicht gewährt werden muss. Allenfalls könnte der direkte Kanal zu mehr Rückfragen der FINMA an die Marktteilnehmer führen, was mit entsprechendem Aufwand verbunden wäre.

Präferenz Hypothekarbank Lenzburg AG

Während die Hypothekarbank Lenzburg AG einer möglichen Zentralisierung der Handelsüberwachung im weiteren Sinne mehrheitlich indifferent gegenübersteht, präferiert sie bezüglich der Meldestellen grundsätzlich den Status quo, da so keinerlei zusätzlicher Aufwand für die Bank entsteht. Sollte jedoch eine der beiden Handlungsoptionen betreffend Meldestellen umgesetzt werden, so präferiert die Bank die Erweiterung des Status quos. Dieser vermeidet gegenüber der Zentralisierung der Meldestellen Doppelspurigkeiten und belässt die aktuelle Systematik so, dass sich die Bank in erster Linie mit den Handelsplätzen austauscht. Besonders wichtig scheint für die erste Handlungsoption jedoch, dass am Meldeformat selbst möglichst wenig geändert wird, da für eine kleine Bank bereits kleinste Änderungen zu grossem finanziellem Aufwand führen können.

4.5 Perspektive FINMA

Kernaussagen

Die FINMA ist mit der heutigen Arbeit der börseninternen Melde- und Handelsüberwachungsstellen insoweit zufrieden, als diese die an ihren eigenen Märkten kotierten Produkte zufriedenstellend zu überwachen vermögen. Nicht an den Handelsplätzen kotierte, und für die Marktaufsicht relevante nicht kotierte Produkte (OTC-Produkte) werden aus Sicht der FINMA derzeit nicht oder unzureichend in die automatische Handelsüberwachung einbezogen. Mit Bezug auf die Qualität der Meldungen bei den Meldestellen bestehen derzeit Defizite, indem die eingehenden Meldungen im Derivatebereich zum Grossteil nicht ausgewertet werden können und somit keine systematische markt- und produktübergreifende Handelsüberwachung erfolgen kann. Zudem fehlen für die Marktteilnehmer einheitliche Meldespezifikationen, was der Datenqualität weiter abträglich ist. Grundsätzlich gehen aus Sicht der FINMA alle zur Diskussion stehenden vorgeschlagenen Handlungsoptionen in eine wünschenswerte Richtung, insbesondere die einheitliche Gesamtsicht auf die Schweiz wird begrüsst und als ein notwendiger bzw. sogar vom Gesetzgeber geforderter Schritt bezeichnet. Bezüglich der besprochenen Varianten befürwortet die FINMA die Zentralisierung der Melde- und Handelsüberwachung im weiteren Sinne.

Handlungsoption Erweiterung des Status quo der Meldestellen

Aus Sicht der FINMA ginge diese Option zwar mit gewissen Redundanzen einher, jedoch wären die finanziellen Konsequenzen für die Aufsichtsbehörde überschaubar. So entfällt beim erweiterten Status quo der Aufbau einer eigenen Meldestelle, es müsste lediglich eine Schnittstelle zu den Handelsplätzen geschaffen werden. Dafür rechnet die FINMA mit einem geringen personellen Mehraufwand (ein bis zwei neue Mitarbeitende).

Der finanzielle Zusatzaufwand der FINMA ergibt sich bei dieser Handlungsoption, neben den Personalausgaben, hauptsächlich aus Infrastrukturkosten. So müssten insbesondere bestehende Tools für den künftigen direkten Austausch mit den Meldestellen der Handelsplätze kompatibel gemacht werden. Aus Prozesssicht würde sich nicht viel ändern, wenn die Handelsüberwachung weiterhin bei den Handelsplätzen erfolgte. Meldedaten würden dann nur bei Verdachtsfällen bezogen. Alle diese Änderungen summieren sich somit auf Mehrkosten für die FINMA im Bereich von geschätzten CHF 0.5 bis 1 Mio., wobei es sich, mit Ausnahme der Personalkosten, mehrheitlich um einmalige Kosten handelt.

Handlungsoption zentrale Meldestelle bei der FINMA

Sollte die FINMA neu die Betreiberin der zentralen Meldestelle sein, so wäre dies im Vergleich zum Status quo und dessen Erweiterung mit einem zusätzlichen personellen und finanziellen Aufwand verbunden. Die Umsetzung dieser Handlungsoption ginge für die FINMA mit einem grösseren IT-Projekt einher, für dessen Implementierung und Betrieb mit ca. fünf neuen Mitarbeitenden gerechnet wird. Die genauen Kosten sind für die FINMA in diesem Stadium schwierig abzuschätzen. Sie liegen aber deutlich über denjenigen der Erweiterung des Status quo, für den Aufbau wohl im Bereich mehrerer Millionen Franken.

Für eine genauere Kostenschätzung wären allenfalls Informationen von der SER hilfreich, die heute eine wohl einigermaßen vergleichbare Infrastruktur, wie sie von der FINMA aufzubauen wäre, unterhält. Ebenfalls müsste geklärt werden, ob Know-how (z.B. in Form von Mitarbeitenden) und Infrastruktur (z.B. in Form von Software) von den Handelsplätzen – namentlich der SER – auf die FINMA übertragen werden könnte. Im Gegensatz zur Erweiterung des Status quo birgt diese Handlungsoption für die FINMA den Vorteil, dass die Meldegebühren neu zur FINMA fliessen würden. Damit wäre sichergestellt, dass die neu bei der FINMA anfallenden Kosten gedeckt werden können.

Handlungsoption Handelsüberwachungsstellen

Die FINMA ist bezüglich der aktuellen Umsetzung der Handelsüberwachung bei den Handelsplätzen der Ansicht, dass die Handelsüberwachung im weiteren Sinne (die Marktaufsicht) nur bedingt erfolge, obwohl dies gemäss FinfraG Art. 31 gesetzlich gefordert sei. Somit wird durch die Handlungsoption der Zentralisierung der Marktaufsicht bei der FINMA die derzeit bestehende lückenhafte Umsetzung des FinfraG beseitigt, was nicht nur wünschenswert, sondern gesetzlich zwingend notwendig wäre.

Die komplementär zu einer der Handlungsoptionen der Meldestellen durchzuführende Zentralisierung der Handelsüberwachung würde für die FINMA einen namhaften Mehraufwand mit sich bringen. Dieser lässt sich wie folgt begründen: Um der neuen Aufgabe gerecht zu werden, müssten voraussichtlich zusätzlich fünf bis zehn Mitarbeitende eingestellt werden. Nicht auszuschliessen ist sogar gemäss FINMA, dass in der längeren Frist bis zu 20 neuen Mitarbeitende (inklusive Betrieb der Meldestelle) benötigt würden. Diese zusätzlichen Arbeitskräfte würden einerseits im Bereich der marktübergreifenden Überwachung eingesetzt, andererseits ist auch der Betrieb und Unterhalt der entsprechenden

Infrastruktur mit Arbeitsaufwand verbunden. Aus technischer Sicht bräuchte die FINMA neu, analog zu den Handelsplätzen heute, eine Software, mit dem der Handel laufend überwacht werden könnte. Dabei käme etwa die Software SMARTS¹⁷ in Frage, einem Handelsüberwachungstool das gemäss FINMA von führenden Jurisdiktionen¹⁸ und Handelsplätzen verwendet wird. Bei dieser Lösung würden jährliche Lizenzgebühren von geschätzt knapp einer Million Franken fällig. Gemäss Einschätzung der FINMA verfügt hingegen die Schweizer Alternative PROMETHEUS¹⁹ zum heutigen Zeitpunkt noch nicht über alle benötigten Module.

Präferenz FINMA

Die FINMA ist von den geplanten Änderungen offensichtlich in grossem Masse betroffen. Je nach umgesetzter Option der Meldestellenzentralisierung steigt der Aufwand (und teilweise auch der Ertrag) der FINMA mehr oder weniger, die grössten finanziellen und personellen Veränderungen sind jedoch bei der Zentralisierung der Handelsüberwachung von marktübergreifender Marktmanipulation und Insiderhandel – der Handelsüberwachung im weiteren Sinne – zu erwarten. Trotz dem gestiegenen Mehraufwand präferiert die FINMA bezüglich der Meldestellen eine komplette Zentralisierung. Auch die Übernahme der marktübergreifenden Handelsüberwachung begrüsst sie vollumfänglich.

Eine genaue Abschätzung der Kosten für die FINMA ist zurzeit nicht möglich. Hierfür müsste zuerst der genaue Rahmen definiert werden, wie die Übernahme der (Melde- und) Handelsüberwachungsstelle aussehen würde, damit – etwa basierend auf den bisherigen Kosten der SER – Schätzungen gemacht werden könnten. Darauf aufbauend liessen sich sodann die zu erwarteten Meldegebühren errechnen und den heutigen gegenüberstellen, womit ein exaktes Kostenbild entstünde.

Tabelle 1 fasst die erwarteten finanziellen Aufwände für die FINMA gemäss heutigem Wissensstand anhand der Konzeptionalisierung des SIF zusammen. Bezüglich der Handlungsoptionen der Meldestellen wäre für die FINMA eine Erweiterung des Status quo günstiger und mit geringerem personellem Aufwand durchführbar, im Gegensatz zu einer zentralisierten Meldestelle müsste sie aber auf die Zusatzeinnahmen der Meldegebühren verzichten. Die Zentralisierung der Handlungsüberwachungsstellen wird hierbei gesondert betrachtet, die beschriebenen Auswirkungen beziehen sich lediglich auf diese Handlungsoption.

¹⁷ Vgl. <https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-trade-surveillance> [14.02.2024]

¹⁸ Hier nennt die FINMA beispielsweise die Financial Conduct Authority der Vereinigten Königreichs.

¹⁹ Vgl. <https://www.ser-ag.com/de/projects/surveillance.html> [13.02.2024]

Tabelle 1: Zusammenfassungen Auswirkungen auf die FINMA

Handlungsoption	Mitarbeitende	Zusatzkosten in CHF	Zusatzeinnahmen
Meldestellen: Erweiterung Status quo	+ 1 bis 2	500k bis 1Mio.	nein
Meldestellen: Zentralisierte Stelle bei FINMA	+ ca. 5	mehrere Mio.	ja
Handlungsüberwachungsstelle	+ 5 bis 20	mehrere Mio.	nein

Quelle: Stakeholderinterview mit FINMA

4.6 Zusammenfassung Auswirkungen

Nutzenseitige Effekte für die einzelnen Stakeholder sind ohne genaue Umsetzungspläne der einzelnen Optionen anhand der Interviews nur schwer zu eruieren bzw. beschränken sich auf allfällige Kosteneinsparungen der betroffenen Parteien. Allfälliger Nutzen ist dann auch primär auf übergeordneter Ebene (bspw. im Bereich des Anlegerschutzes oder der Finanzstabilität, vgl. Abschnitt 5) zu erwarten. Tabelle 2 fasst die Richtung der einnahmenbereinigten Kostenänderungen für die befragten Stakeholder zusammen. Betreffend die neue zentrale Handlungsüberwachungsstelle für marktübergreifende Marktmanipulation und Insiderhandel besteht dabei zwischen den Stakeholdern weitgehend Einigkeit, dass diese nur für die FINMA mit Mehrkosten einhergehen würde.

Unterschiedliche Kostenwirkungen werden hingegen von den Handlungsoptionen betreffend die Meldestellen erwartet: Sollte die Meldestelle neu zentral bei der FINMA angegliedert werden, hätte dies für die Marktaufsicht zwar einen Kostenanstieg zur Folge, der aber durch kostendeckende Meldegebühren kompensiert werden könnte. Für die Banken entstehen bei dieser Lösung gewisse Mehrkosten aufgrund von Doppelspurigkeiten bei den Trade und Transaction Reports, die vor allem von kleineren Banken möglicherweise weniger gut absorbiert werden könnten. Für den kleineren der beiden heute bestehenden Schweizer Handelsplätze würde eine Zentralisierung kaum kostenwirksame Folgen haben. Für den grösseren Handelsplatz, der erheblich mehr Mitarbeitenden für die Melde- und Handelsüberwachungsstellen als die BX Swiss beschäftigen dürfte, kann hingegen davon ausgegangen werden, dass eine Zentralisierung der Meldestelle nicht kostenneutral ausfällt.

Bei einer Erweiterung des Status quo wäre tendenziell mit einer Verschiebung der Kosten von den Handelsplätzen zur FINMA zu rechnen. Gleichzeitig gehen die Grossbanken davon aus, dass mit dieser Lösung ein gewisses Potenzial für Kostensenkungen einhergeht, während die kleineren Marktteilnehmer von konstanten Kosten ausgehen.

Tabelle 2: Übersicht Auswirkungen auf die Kosten der befragten Stakeholder

Handlungsoption	BX Swiss	UBS	HBL	FINMA
Meldestellen: Erweiterung Status quo			≈	
Meldestellen: Zentralisierte Stelle bei FINMA	≈			≈
Handlungsüberwachungsstelle	≈	≈	≈	

Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Stakeholderinterviews

5 Prüfpunkt 4: Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft

Aufgrund des Blicks ins Ausland (vgl. Abschnitt 2.3) sowie unter Berücksichtigung der Aussagen der befragten Stakeholder kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass von der Zentralisierung der Melde- und Handelsüberwachungsstellen – unabhängig von den gewählten Optionen betreffend Meldestellen – kaum grössere Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft zu erwarten sind. Dies hängt hauptsächlich damit zusammen, dass neben dem Dreieck aus Handelsplätzen, Marktteilnehmerinnen und Aufsichtsbehörde keine weiteren Parteien direkt betroffen sind. So haben dann auch die befragten Stakeholder in den Interviews in weitgehender Übereinstimmung angegeben, dass sie nicht von relevanten gesamtwirtschaftlichen Effekten der geplanten Revision ausgehen. Nachgelagerte Auswirkungen auf Endkunden sind im Grundsatz jedoch denkbar und werden nachfolgend in Abschnitt 5.2 thematisiert.

Gemäss dem Leitfaden des SECO sind unter Prüfpunkt 4 Aspekte in Bezug auf die konjunkturelle Entwicklung und das wirtschaftliche Wachstum zu analysieren. Des Weiteren sollen wirtschaftliche Rahmenbedingungen betreffend Wettbewerb, Handel, Innovation, Digitalisierung, Humankapital und Standortattraktivität berücksichtigt werden. Aus gesellschaftlicher Sicht sind namentlich die öffentliche Gesundheit und Sicherheit, Bildung und Kultur sowie Chancengleichheitsaspekte zu betrachten. Schlussendlich sollen umweltrelevante Auswirkungen auf Klima, Biodiversität, Ressourcenverbrauch, Wasser etc. aufgegriffen werden.

Insbesondere Auswirkungen auf Gesellschaft und die Umwelt sind von der geplanten Revision jedoch – prima vista – kaum zu erwarten. Deshalb wird im Rahmen dieser RFA nur auf die wichtigsten Punkte betreffend die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eingegangen: Den Anlegerschutz, die Finanzmarktstabilität und den Wettbewerb sowie die Standortattraktivität.

5.1 Anlegerschutz

Der Anlegerschutz umfasst die Gesamtheit aller Bestrebungen und Massnahmen, mit denen die Anleger vor dubiosen und unseriösen Geschäftspraktiken geschützt werden sollen. Ein besserer Anlegerschutz ist aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive fraglos als positiver Effekt zu bezeichnen. Die geplante Gesetzesrevision dürfte dann auch zu einer Verbesserung des Anlegerschutzes führen, was zu begrüßen ist. Dass die zusätzlichen Einschränkungen der Möglichkeit von marktmanipulativen Verhalten und Insiderhandel positive Auswirkungen auf den Anlegerschutz haben, wird im Übrigen auch von allen befragten Stakeholdern (vgl. Abschnitt 4) bestätigt.

Ein verbesserter Anlegerschutz verkleinert zudem gemäss der in Abschnitt 2.3 diskutierten Literatur die Marktvolatilität (Silva et al., 2024) und erhöht so die Finanzmarktstabilität. Diese stelle ein wichtiges öffentliches Gut dar: Finanzmarktstabilität soll unter anderem den reibungslosen Ablauf von Finanzmarkttransaktionen gewährleisten, einen störungsfreien Zahlungsverkehr sicherstellen und die in einer Volkswirtschaft bestehenden Finanzierungsbedürfnisse abdecken. Ein zentraler Pfeiler der Finanzmarktstabilität bildet dabei das Vertrauen in den Finanzmarkt selbst. In der Schweiz ist die FINMA mit dem gesetzlichen Auftrag betraut, die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte sicherzustellen und übernimmt als Aufsichtsbehörde den Vollzug der Finanzmarktgesetze, wozu unter anderem auch das FinfraG gehört.²⁰

Die geplante Revision hat somit nicht nur das Potenzial den Anlegerschutz zu erhöhen, sondern auch die Finanzmarktstabilität. Wie gross dieses Potenzial ausfällt, hängt dabei – wie auch verschiedene Stakeholder festhalten – von der konkreten, zurzeit noch nicht im Detail bekannten Umsetzung der einzelnen Handlungsoptionen ab. Es kann aber davon ausgegangen werden, dass mit der geplanten Revision durch anlegerschutzseitige Wirkungen die Grundlagen für eine Stärkung der Finanzmarktstabilität geschaffen würden.

Diesem Schluss widersprechen auch die in Abschnitt 2.3 diskutierten Evaluationen ausländischer Regulierungen nicht: Vergleicht man die vorliegenden Zentralisierungsschritte mit der EMIR, deren erklärtes Ziel explizit die Finanzstabilität darstellt, so wären entweder keine oder positive Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität zu erwarten (ESMA, 2017). Positive Auswirkungen werden hierbei vor allem durch die Harmonisierung des Regelwerks und die besseren Datenverfügbarkeit für die Aufsichtsbehörden erwartet. Mit Einführung von EMIR wurde die Meldepflicht allerdings auf OTC-Derivate erweitert, was die Datenverfügbarkeit erheblich verbesserte. Somit sind die positiven Auswirkungen von EMIR auf die Finanzmarktstabilität nur bedingt auf die vorliegend diskutierte Revision anwendbar. Dies gilt unabhängig von der effektiv umgesetzten Handlungsoption betreffend die Meldestellen. Auch Aitken et al. (2015) beschreiben positive Effekte zwischen (teilweise zentralisierenden) Regulatorien und der generellen Kapitalbeschaffung sowie

²⁰ Vgl. <https://www.finma.ch/de/finma/ziele/aufgaben/> [16.02.2024]

der Marktliquidität, was wiederum auf eine steigende Finanzmarktintegrität und somit auch -stabilität durch die vom SIF vorgeschlagenen Zentralisierungsverfahren hindeutet.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die zentralisierte Handelsüberwachung und beide Handlungsoptionen betreffend die Meldestellen – unabhängig davon, welche schlussendlich umgesetzt würde – durch ihre Zentralisierungsaspekte positiv auf den Anlegerschutz und somit auf die Finanzmarktstabilität auswirken könnten. Potenziell negative Auswirkungen bezüglich eines stabilen Finanzmarkts sind derweilen keine erkennbar.

5.2 Wettbewerb

Betreffend die wettbewerbslichen Wirkungen geht aus den Gesprächen mit den Stakeholdern hervor, dass besonders die Handlungsoption einer zentralen Meldestelle bei der FINMA wettbewerbsfördernd wirken könnte. So kann die heutige Regelung, in der Handelsplätze zur Bereitstellung einer Meldestelle zwecks Handelsüberwachung im engeren und im weiteren Sinne verpflichtet sind, allenfalls als Markteintrittsbarriere wirken. Sollte neu nur noch eine zentrale Meldestelle bei der FINMA existieren, würde diese Hürde – zumindest teilweise – wegfallen. Denn durch eine Zentralisierung würde nur der Teil der Meldestelle, der für die Transaction Reports für die FINMA zuständig ist, wegfallen. Marktmanipulation und Insiderhandel müsste auf Ebene des Handelsplatzes nach wie vor kontrolliert werden, zudem muss auch der Erhalt der Trade Reports gewährleistet werden. Dennoch kann eine gewisse Öffnung des Wettbewerbs auf Stufe der Handelsplätze nicht ausgeschlossen werden.

Auf Stufe der Marktteilnehmer könnten hingegen die Wettbewerbsfähigkeit kleiner Marktteilnehmer – und somit der Wettbewerb insgesamt – leichten Schaden nehmen. Während grosse Banken Anpassungen des Meldeverfahrens und die daraus resultierenden Änderungen der Meldeformalitäten finanziell gut verkraften oder aufgrund internationaler Gegebenheiten gar Optimierungspotenzial nutzen können, sind diese Anpassungen für kleinere Banken allenfalls weniger gut tragbar. Letztlich ist in diesem Zusammenhang mitentscheidend, ob und in welchem Umfang grosse und kleine Marktteilnehmerinnen mögliche Mehrkosten auf die Endkunden überwälzen können.

Dies wiederum hängt entscheidend von der Preissensitivität der Endkunden ab, die unter anderem von der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Gebühren oder auch möglicher Hürden ins Ausland auszuweichen mitbestimmt wird. Hier könnten auch Unterschiede zwischen einzelnen Typen von Endkunden (z.B. institutionelle Anleger vs. Kleinanleger) bestehen. Sollten entstehende Mehrkosten an die Endkunden weitergegeben werden, kann somit nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass der Schweizer Markt etwas an Attraktivität verlieren würde. Zu erwarten wäre zudem, dass die Mehrkosten denjenigen Endkunden «aufgebürdet» würden, die am wenigsten preissensibel sind. Aufgrund der Erkenntnisse der internationalen Literatur sowie der Aussagen der Stakeholder ist aber davon auszugehen, dass die wettbewerbslichen Effekte insgesamt eher vernachlässigbar sein dürften.

Gesondert zu betrachten sind Effekte auf den Wettbewerb betreffend die zukünftigen Handelsplätze. Um dazu qualifizierte Aussagen zu tätigen, bedürfte es einem genauen Umsetzungsplan der geplanten Revision in Bezug auf DLT-Handelssysteme. Der Wegfall einer Pflicht zur Bereitstellung einer handelsplatz eigenen Meldestelle könnte sich im vorliegenden Fall jedoch wettbewerbsfördernd auswirken.

5.3 Standortattraktivität

Eine gute und effektive Überwachung des Finanzmarktes, und möglicherweise daraus folgende erhöhte Finanzmarktstabilität, haben das Potenzial, den Ruf des hiesigen Finanzplatzes zu stärken. Dies kann mögliche positive Auswirkungen auf die Standortattraktivität nach sich ziehen. Dieser Punkt wurde auch von der FINMA betont, die bei einer Umsetzung der geplanten Revision – und zwar unabhängig von der konkreten Handlungsoptionen – positive Effekte auf die Reputation des Schweizer Finanzplatz erwartet. Die internationale Reputation könnte unter anderem durch den verbesserten Anlegerschutz profitieren. Zudem könnte aus politischer Sicht ein Schritt in Richtung Rückerlangung der EU-Börsenäquivalenz gemacht werden, was die Attraktivität der Schweizer Handelsplätze allenfalls weiter erhöhen würde.²¹

Aus ökonomischer Sicht ist jedoch bezüglich Handelsüberwachung und Rahmenbedingungen auch ein gewisser Trade-off erkennbar: Eine effiziente Marktaufsicht sollte Marktmissbrauch und Insiderhandel verhindern, ohne die Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer übergebühlich einzuschränken und ihnen hohe administrative Kosten aufzuerlegen. Insbesondere eine im Vergleich zum Ausland überdurchschnittlich streng gelebte Handelsüberwachung, könnte in diesem Sinn die Standortattraktivität auch negativ beeinflussen. Sie könnte etwa die Unternehmensansiedlung erschweren oder – im schlimmsten Fall – die Abwanderung von gewissen Unternehmen und mit ihnen verbundene Arbeitsplätze begünstigen. Letztlich setzt sich die Standortattraktivität eines Landes jedoch aus verschiedensten Faktoren zusammen und die geplante Gesetzesrevision dürfte in diesem Zusammenhang, isoliert betrachtet, von marginaler Bedeutung sein.

5.4 Zusammenfassung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen

Generell sind aus ökonomischer Sicht kaum grössere Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft zu erwarten. Dies bestätigen auch die mit den Stakeholdern geführten Interviews. Am ehestens kann davon ausgegangen werden, dass sich der Investoren- und Anlegerschutz etwas verbessern und sich die Finanzmarktstabilität allenfalls leicht erhöht. Insgesamt sind diese Effekte der Reputation des Finanzplatzes Schweiz sicherlich nicht

²¹ In der kurzen Frist ist jedoch für die SIX ein Anstieg der Handelsvolumen im Jahr nach dem Verlust der EU-Börsenäquivalenz erkennbar (vgl. <https://www.six-group.com/de/newsroom/media-releases/2021/20210104-keyfigures-exchange-2020.html> [16.02.2024]), womit die Unklarheit betreffend die Effekte einer EU-Börsenäquivalenz wiederum ansteigt.

abträglich. Auf politischer Ebene könnte zudem mit der geplanten Revision künftig die Rückkehr zur EU-Börsenäquivalenz vereinfacht werden.

6 **Prüfpunkt 5: Zweckmässigkeit im Vollzug**

Abschliessend werden die dargelegten Handlungsoptionen der Revision betreffend Melde- und Handelsüberwachungsstellen auf ihre Zweckmässigkeit in der Durchführung durch die zentrale Behörde – in diesem Fall die FINMA – geprüft.

6.1 **Durchsetzbarkeit**

Grundsätzlich ist die Durchsetzbarkeit aller vorliegenden Handlungsoptionen gegeben, wobei angemerkt werden muss, dass die Zentralisierung der Handelsüberwachungsstelle mit einer der beiden Handlungsoptionen der Meldestellen einhergeht. Eine alleinige Zentralisierung der Handelsüberwachung im weiteren Sinne ist ohne Zugriff der FINMA auf die Meldedaten nicht möglich.

Aktuell besteht jedoch noch ein gewisser Klärungsbedarf betreffend die genaue Umsetzung der vorgeschlagenen Zentralisierungsverfahren. Dies betrifft insbesondere mögliche Anpassungen des Meldeformats, das voraussichtlich mit den die Meldestellen betreffenden Handlungsoptionen einhergeht. Abhängig davon, wie das Meldeformat angepasst wird, fallen auch die Folgekosten für die Umsetzung der geplanten Regulierung für die Stakeholder unterschiedlich aus. Dies wiederum beeinflusst die Durchsetzbarkeit der neuen Norm und ist auch im Zusammenhang mit dem Gebot, den Vollzug möglichst einfach zu gestalten, von Relevanz.

6.2 **Umsetzung durch die FINMA**

Die Umsetzung der Zentralisierungsverfahren obliegt der FINMA. Dabei ist für die Zielerreichung essenziell, dass sie die neu erhaltenen Rechte und Pflichten wirksam um- und durchsetzt. Bei der FINMA werden dann auch die höchsten Folgekosten der geplanten Revision anfallen, unabhängig davon, welche Umsetzungsoption der Meldestellen letztlich gewählt wird.

Betreffend eine Erweiterung des Status quo der Meldestellen muss sich die FINMA das benötigte Know-how zur Erfüllung der neuen Aufgabe selbst aneignen, ohne dafür via Meldegebühren kompensiert zu werden. Es wird zudem der FINMA – als Endempfängerin der Transaktionsmeldungen – obliegen, das verbindliche Meldeformat festzulegen. Hierbei ist zu bedenken, dass je umfangreicher die Anpassung am Meldeformat, desto grösser der finanzielle Aufwand für die kleineren Banken. Bei der Umsetzung der Revision sollte deshalb darauf geachtet werden, dass den kleineren Banken nicht Kosten aufgebürdet werden, die für sie im Wettbewerb mit den grösseren Marktteilnehmern in einem Nachteil resultieren.

Übernahme die FINMA gleich das komplette Meldewesen in Form einer einzigen zentralen Meldestelle und somit auch die Hoheit der Festlegung der Meldegebühren, so würde sich der Spielraum bezüglich der Meldegebühren und einem Kostenprinzip, das inhärent verursachergerecht ist, erhöhen. Über die Höhe der Meldegebühren bzw. bezüglich der Regeln zu deren Festlegung herrscht jedoch zurzeit noch Unklarheit. Zu fordern wären hier klare Preissetzungsregeln, stellt die Meldegebühr doch letztlich einen staatlichen administrierten Preis dar. Orientieren könnte man sich dabei am Niveau der heute geltenden Meldegebühren. Zudem bietet diese Handlungsoption im Grundsatz auch die Möglichkeit, Personal und Know-how der grössten Schweizer Meldestelle der SIX zu übernehmen, die womöglich durch den verkleinerten Aufgabenbereich über freiwerdende, nicht mehr benötigte Ressourcen verfügt.

Auch die Kompetenzerweiterung bei der FINMA um die Handelsüberwachung im weiteren Sinn durchzuführen bedarf der Aneignung neuer und zusätzlicher Kenntnisse. Ob die mit der geplanten Gesetzesrevision angestrebten Ziele erreicht werden und sich die Situation im Vergleich zum Status quo verbessert, hängt also nicht zuletzt auch davon ab, ob und wie schnell es der FINMA gelingt, die notwendigen Kompetenzen aufzubauen, um die ihr neu übertragene Aufgabe zu erfüllen. Dass dies kein Ding der Unmöglichkeit ist, zeigt der Blick ins Ausland, wo die Marktaufsicht in vielen Ländern heute schon zentral erfolgt.

Eine klare Verbesserung gegenüber der heutigen Situation würde zudem nur resultieren, wenn die Marktteilnehmer die Handelsüberwachung im weiteren Sinne durch die FINMA nicht systematisch umgehen können, etwa in dem auf ausländische Handelsplätze ausgewichen wird. Ein solches Verhalten würde der angestrebten holistischen Marktüberwachung entgegenlaufen. Grundsätzlich darf aber davon ausgegangen werden, dass eine Handelsüberwachung im weiteren Sinne durch die FINMA eine komplementäre Wirkung entfalten würde. So suggerieren die Stakeholderinterviews, dass die heutige Verfolgung missbräuchlichen Verhaltens mehr durch die Eigenmeldungen der Marktteilnehmerinnen getrieben wird und weniger auf die Handelsüberwachung im engeren Sinne zurückzuführen ist. Eine zentralisierte Marktaufsicht ist aus dieser Perspektive zu begrüssen.

7 Zusammenfassung und Empfehlungen

Der Fokus der vorliegenden RFA liegt auf den Prüfpunkten 3 und 4; es wurde keine vollumfängliche RFA durchgeführt. Insbesondere wurden die Prüfpunkte 1, 2 und 5 nicht in einem Umfang bearbeitet, wie dies im Rahmen einer vertieften RFA gefordert wäre. Um die Auswirkungen auf die gesellschaftlichen Gruppen abzuschätzen, wurden verschiedene Interviews durchgeführt, wobei nur mit einer beschränkten Auswahl der relevanten Stakeholder gesprochen werden konnte. Befragt wurde jedoch jeweils ein Vertreter jeder wichtigen Stakeholdergruppe, was es erlaubt, plausible Schlüsse bezüglich der Auswirkungen der geplanten Revision auf einzelne gesellschaftliche Gruppen sowie die Gesamtwirtschaft

zu ziehen. Insgesamt lassen sich aus den gewonnenen Erkenntnissen die folgenden Empfehlungen ableiten:

- Grundsätzlich sind die vom SIF vorgeschlagenen Handlungsoptionen alle zu begrüßen. Besonders eine zentralisierte Meldestelle scheint dabei eine sinnvolle Option darzustellen. Die entstehenden Gesamtkosten dieser Option lassen sich zwar zurzeit noch nicht genau abschätzen, es kann aber davon ausgegangen werden, dass diese für die FINMA, die Handelsplätze und international tätige Grossbanken tragbar sind. Für kleinere Banken bestehen in diesem Zusammenhang jedoch noch gewisse Fragezeichen.
- Im Falle einer Zentralisierung der Meldestellen sollte ein besonderes Augenmerk auf die Meldegebühren gelegt werden. Diese sollen kostendeckend sein, aber insbesondere die kleineren Marktteilnehmerinnen nicht übergebührlich belasten. Zu bedenken ist in diesem Kontext, dass die Meldegebühr im Rahmen der geplanten Revision dem Wettbewerb entzogen und neu einen administrierten Preis darstellen würde. Es ist deshalb zu empfehlen, klare Preissetzungsregeln zu formulieren. Insbesondere wäre zu begrüßen, wenn die Gebühren – im Vergleich zur heutigen Situation – nicht ansteigen würden.
- Ein wichtiger Punkt der geplanten Revision, der jedoch nicht direkt an die Zentralisierung der Meldestelle geknüpft ist, stellt das Meldeformat dar. So sind es die möglichen Anpassungen des Meldeformats, die voraussichtlich mit den grössten Kostenfolgen für die Marktteilnehmer einhergehen. Weniger relevant ist hingegen aus Perspektive der Marktteilnehmer der konkrete Ort, wo die Meldestelle angesiedelt wird. Eine Klärung der möglichen Änderungen des Meldeformats wäre deshalb mit hoher Priorität zu behandeln.
- Die Möglichkeit der FINMA, zum Zwecke der Aufdeckung von Marktmissbrauch Transaktionsdaten mit ausländischen Aufsichtsbehörden auszutauschen, ist – soweit ersichtlich – in allen Handlungsoptionen betreffend die Meldestellen vorgesehen. Dies scheint aber nicht in einem direkten Zusammenhang mit dem eigentlichen Zentralisierungsvorhaben zu stehen. Es sollte allenfalls besser dargelegt werden, wie sich die Möglichkeit des Datenaustausches mit ausländischen Behörden in die geplante Revision einreicht.
- Gesamtwirtschaftlich wirken sich die vorgeschlagenen Handlungsoptionen, soweit absehbar, tendenziell eher positiv aus. Den positiven Aspekten – etwa ein besserer Anlagerschutz, ein möglicher Abbau von Markteintrittsbarrieren oder eine erhöhte Finanzmarktstabilität –, stehen aber auch potenzielle Kosten gegenüber. Diese könnten sich beispielsweise in Form von Wettbewerbsnachteilen für kleinere Marktteilnehmer oder den Konsequenzen einer überdurchschnittlich streng gelebten Marktaufsicht manifestieren. Um ein optimales Kosten-Nutzen-Verhältnis der geplanten Revision zu realisieren, ist darauf zu achten, solche potenziellen Kosten möglichst zu vermeiden bzw. zu minimieren.

8 Referenzen

- Aitken Michael, Cumming Douglas, Johan Sofia, Zhan Feng (2015). Exchange trading rules, surveillance and suspected insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 34, pp. 311-330.
- Al-Qatanani, Raghda Mahmoud (2014). [Legal Regimes to Counter Insider Dealing and Market Abuse: A Comprarative Analysis of the UK and Jordan](#). Dissertation zur Erlangung der Würde eines Doctorate of Philosophy an der Universität Newcastle.
- Antzoulatos, Angelos A., Chris Tsoumas, and Dimitris Kyriazis (2008). Financial development and asymmetric information. Working paper, available at SSRN 981725.
- Bank for International Settlements [BIS] (2013). Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [Bafin] (2018). [Jahresbericht der BaFin 2017](#).
- Castro, Rui, Gian Luca Clementi and Glenn MacDonald (2004). Investor protection, optimal incentives, and economic growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(3), 1131-1175.
- Comerton-Forde Carole, Putnins Talis (2013). Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants*. *Review of Finance*. 18(1), pp. 23-66.
- Cumming Douglas, Johan Sofia (2008). Global Market Surveillance. *American Law and Economics Review*, 10(2), pp. 454-506.
- Europäische Wertpapier und Marktaufsichtsbehörde [ESMA] (2017). IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories. [Strasbourg.]
- Europäische Wertpapier und Marktaufsichtsbehörde [ESMA] (2020). MAR Review report. Paris.
- Johnson, Travis L., and Eric C. So (2018). A simple multimarket measure of information asymmetry. *Management Science*, 64(3), 1055-1080.
- Silva, João, Lígia Febra, and Magali Costa (2024). The impact of investor protection on stock market volatility. *Review of Accounting and Finance* 23(1), 80-103.