

Selbstregulierung an der Börse: Bedeutung und künftige Entwicklung

Dr. Lukas Müller, LL.M.

*Gerichtsschreiber am Bundesverwaltungsgericht, Abteilung II, St. Gallen
Rechtsanwalt und Partner bei Kaiser Odermatt & Partner AG, Zug*

Universität Zürich, 10. Februar 2022

Inhaltsübersicht

- Was ist «Selbstregulierung»?
- Handelsplätze, Börsen
- Rechtsnatur von Reglementen an der SIX Swiss Exchange
- Börsenrechtliche Sanktionen an der SIX Swiss Exchange
- Zukünftige Entwicklung?

Finanzmarktregulierung und Aufsicht

Ziele der Finanzmarktaufsicht gemäss Art. 4 FINMAG:

- Gläubiger- und Anlegerschutz
- Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte
- Wettbewerbsfähigkeit und Zukunftsfähigkeit des Finanzplatzes

Ökonomische Perspektive:

- Beschaffung von externem Kapital lässt sich mit «Principal-Agent Problem»-Theorie beschreiben
 - Entschärfung des Problems z.B. durch:
 - Transparenz, Investorenrechte, Enforcement
- CURTIS J. MILHAUPT/KATHARINA PISTOR, *Law & Capitalism*, 2010:
 - *good law + good enforcement = good economic outcomes*

Öffentliche Kontrolle oder Selbstregulierung durch Private?

Fehler im Geschäftsbericht können schnell teuer werden

Alle Jahre im Frühling müssen börsenkotierte Unternehmen ihre Bücher öffnen. Und regelmässig beanstandet die Börse Fehler in den Geschäftsberichten. Auch heuer rügte sie diverse Firmen.

16 FINANZ und WIRTSCHAFT

Schweiz

Mittwoch, 29. Juni 2011 · Nr. 51

SIX zwischen Aufsicht und Regulierung

Das dualistische Börsenaufsichtssystem in der Schweiz ist umständlich und daher in der Kritik – Der Fall Sonova steht unter einer besonderen Beobachtung



CARLA PALMI
 Es ist noch gar nicht lange her, da verkündete ein CEO eines Schweizer Unternehmens, dass es nicht schlimm sei, wenn er relevante Informationen in Hintergrundgesprächen preisgibt – die zu erwartende Baisse durch die SIX Swiss Exchange habe er in die Gewinn- und Verlustrechnung seines Unternehmens eingekalkuliert. Der CEO ist mittlerweile nicht mehr im Amt, die Anklage nach jedoch in Analystenkreisen noch als Aha-Bomben-

en fünf Jahre, die «Finanz und Wirtschaft» ausgewertet hat, ergeben ein schwaches Bild (vgl. Tabelle). Die Bussen waren im Verhältnis betrachtet gering, oft wurde ein einfacher Verweis erteilt. Eine Ursache für die Zurückhaltung könnte in einer Besonderheit liegen, die den Schweizer Finanzplatz von der Konkurrenz in

New York, Frankfurt und London unterscheidet: Das Marktgeschehen an der Börse in Bezug auf mögliche Gesetzesverstöße (z. B. Insidergeschäfte oder Kursmanipulation), wird von der SIX Exchange Regulation (SER) überwacht. Das macht die SIX zur Börsenbetreiberin und Börsenaufsicht in einem. Allein dieser Umstand

dürfte sie davon abhalten, allzu kategorisch in der Aufsicht ihrer eigenen Firmen (die teilweise auch an ihr beteiligt sind) vorzugehen. SIX-Sprecher Alain Bichsel beteuert auf Nachfrage jedoch, dass «Interessenskonflikte ausgeschlossen sind und verweist auf das Zusammenspiel zwischen der SIX Exchange Regulation, Strafverfolgungsbehörden und Finanzmarktaufsicht (Finma).

Untersuchungen der SIX seit 2007

Untersuchung gegen	Vorwurf	Ergebnis
2007	Ad hoc-Publikität	Verweis
Frenhofer	Ad hoc-Publikität	Busse 100 000 Fr.
Societe Bancarie Privée S.A.	Ad hoc-Publikität	Busse 10 000 Fr.
SIF Karmann	Management-annualisation	Verweis
Charles Vogtle	Ad hoc-Publikität	Verweis
Meyer Burger	Management-annualisation	Verweis
Singenta	Management-annualisation	Verweis
Zwahlen & Meyer SA	Ad hoc-Publikität und Meldepflichten	Busse 10 000 Fr.

Langer Instanzenweg
 Stellt die SIX Gesetzesverletzungen oder Missstände fest oder besteht ein Verdacht, hat sie es der Finma zu melden. Die Finma ist nicht zuständig für die Beanstandigung der betroffenen Unternehmen, muss

sich über die Börse als bewilligtes Institut und überwacht, ob die SIX in diesem Bereich angemessen reguliert und instrumentiert ist und die erforderlichen Anstrengungen unternimmt. Die Finma wiederum leitet ihre Untersuchungen an das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) weiter, das sich mit den Beschuldigten meistens auf Vergleiche einigt. So geschah im Fall Salzer, Lasey/Implenia, Sia Abrasives/Giorgio Behr sowie Dieter Meier. Mit Spannung wird nun erwartet, wie die SIX im jüngsten Fall um die Högerätherstellerin Sonova entscheidet. Sonova hatte im März eine Gewinnwarnung zu spät ausgesprochen. Weil der Kurs über 20% eingebrochen ist, planen Investoren eine Anklage gegen die

Neue Zürcher Zeitung

Börsen und Märkte

30.07.13 / Nr. 174 / Seite 27 / Teil 01

© NZZ AG

SIX schwächt Autonomie der «Börsen-Polizei»

Umgang mit der internen Aufsicht bereitet Sorgen bezüglich Qualität der Selbstregulierung

Innerhalb von nur zwölf Monaten hat die Schweizer Börse zwei führende Mitarbeiter der internen Aufsicht aus der Firma gedrängt. Offenbar gab es differierende Auffassungen über eine unabhängige Selbstregulierung.

Börse immer wieder einmal zu Reibereien kommt, wie sowohl interne als auch externe Beobachter bestätigen, da sie manchmal geschäftlichen Interessen des gewinnorientierten Unternehmens SIX entgegenstehen. Niemand habe eben Freude an der Polizei, sagt ein Kenner der SIX. Auch aus den Reihen der Emittenten und Kunden der Börse kommt es und zu dem Vorwurf die Börsen-

hat die Finma jedoch abgelehnt.

Wer nicht spurt, fliegt?

Das Fass zum Überlaufen brachte möglicherweise der Fall Swatch, der in der Öffentlichkeit negative Schlagzeilen machte und bei dem die SIX keine gute Figur abgab (vgl. NZZ vom 1. 3. 13). Voranfrage: wer sagt, dass es darum ab-

ANSICHTSSACHE BöZ+

Wirecard und die Grenzen der Selbstregulierung



07.11.2020

Axel v. Werder

Im Zuge der Aufarbeitung des Wirecard-Skandals hat die

BAAR

Börsenaufsicht verlangt Sanktionen gegen Blackstone Resources

Das auf Batteriemetalle spezialisierte Zuger Unternehmen soll Vorschriften zur Rechnungslegung verletzt haben. Die mutmasslichen Verletzungen von Vorschriften werden als wesentlich eingestuft.

Christopher Gilb
 02.02.2022, 16.10 Uhr

Merken Drucken Teilen

Arten der Selbstregulierung

- Freie Selbstregulierung
 - privatautonom und ohne Mitwirkung des Staates
- Selbstregulierung, die als Mindeststandard anerkannt wird (Art. 7 Abs. 3 FINMAG; Art. 12 VO-FINMAG)
- Obligatorische Selbstregulierung:
 - Gesetz oder Verordnung veranlasst Private zur Selbstregulierung
- Qualifikation der Selbstregulierung kann Einfluss auf Verfahrensfragen und potenzielle Drittwirkung haben
 - Beispiele:
 - Schutznorm bei Deliktshaftung?
 - Konkretisierung von gesetzlichen Pflichten?
 - Sorgfaltsmassstab?

Handelsplätze

- FinfraG ist als Rahmengesetz ausgestaltet
- FinfraG regelt u.a. Bewilligungs- und Betriebsvoraussetzungen von Finanzmarktinfrastrukturen
 - Börsen, multilaterale Handelssysteme, DLT-Handelssysteme
- Finanzmarktinfrastrukturen (z.B. Börsen) benötigen eine Bewilligung von der FINMA
- «Handelsplatz»: Börse oder multilaterales Handelssystem (Art. 26 lit. a FinfraG)
 - «Börse»: Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt
- Wer Börsenbewilligung erlangen will, muss Voraussetzungen nach FinfraG einhalten

Art. 27 FinfraG

Selbstregulierung

¹ Der Handelsplatz gewährleistet unter Aufsicht der FINMA eine eigene, seiner Tätigkeit angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation.

² Die dem Handelsplatz übertragenen Regulierungs- und Überwachungsaufgaben müssen durch unabhängige Stellen wahrgenommen werden. Die leitenden Personen dieser Stellen müssen:

- a. Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten;
- b. einen guten Ruf genießen; und
- c. die für die Funktion erforderlichen fachlichen Qualifikationen aufweisen.

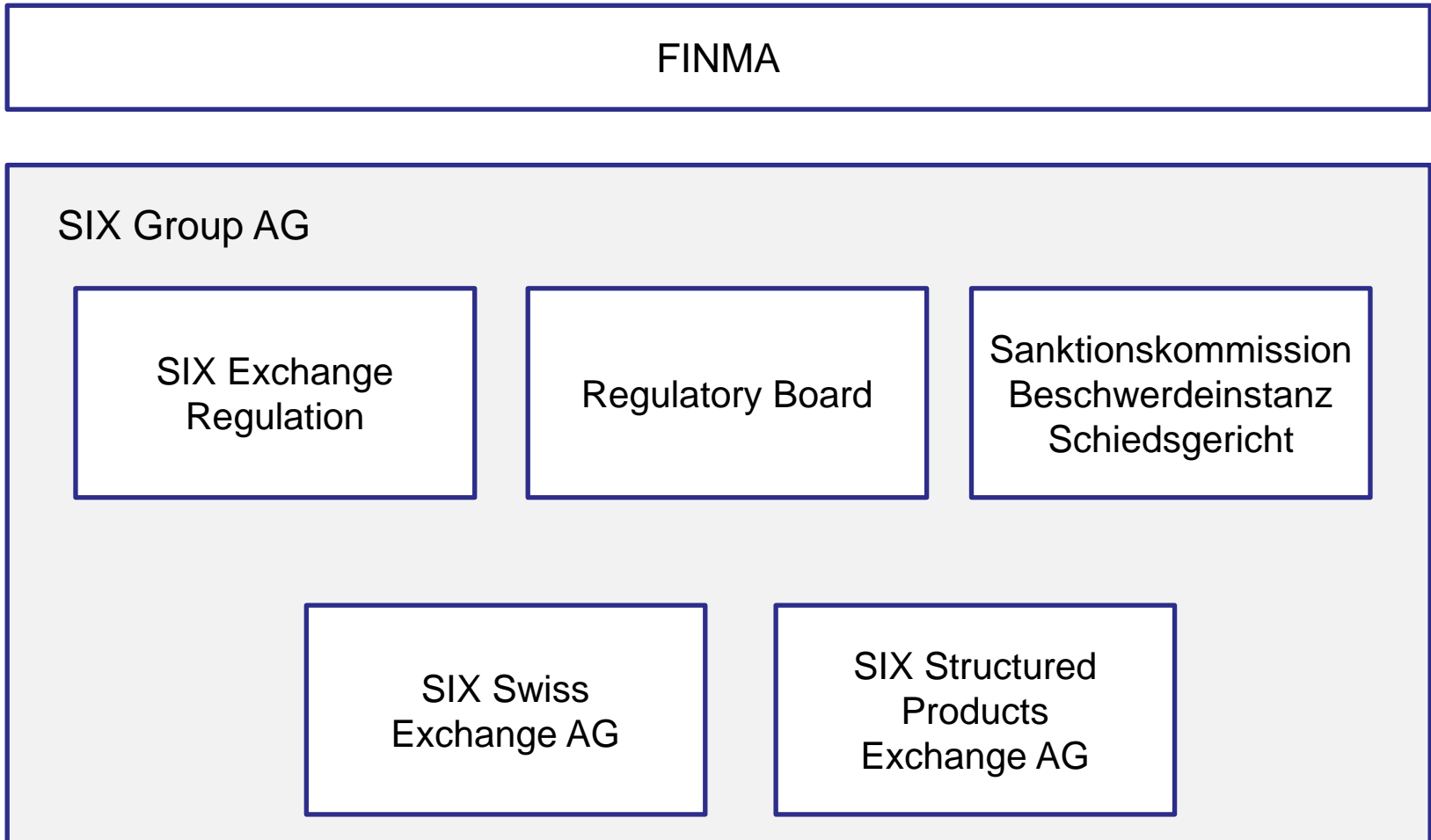
³ Die Wahl der Personen nach Absatz 2 bedarf der Genehmigung der FINMA.

⁴ Der Handelsplatz unterbreitet seine Reglemente und deren Änderungen der FINMA zur Genehmigung.

Selbstregulierung im Rahmen des FinfraG

- Betreiber einer Börse müssen Selbstregulierungserlasse schaffen; Regelungsthemen sind z.B.:
 - Art. 28 Abs. 1 FinfraG: Erlass eines Reglements zur Organisation eines transparenten und geordneten Handels
 - Art. 34 Abs. 1 FinfraG: Reglement über Zulassung von Teilnehmern
 - Art. 35 Abs. 1 FinfraG: Reglement über Zulassung von Effekten zum Handel an einer Börse
 - Art. 35 Abs. 2 FinfraG: Reglement soll sich an internationalen Standards orientieren (insb. betr. Information der Anleger, Finanzberichterstattung, Einhaltung des Revisionsaufsichtsrechts)
- FINMA prüft und genehmigt die Selbstregulierungserlasse:
 - Ziel: Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger sicherstellen und Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleisten (Art. 25 Abs. 1 FinfraV)
 - FINMA kann die Weko konsultieren (Art. 25 Abs. 2 FinfraV)

SIX Group AG



Sanktionensystem an der SIX

- Börse hat die Einhaltung des Zulassungsreglements zu überwachen, insb. über die Kotierung von Effekten und ergreift bei Verstößen die «vertraglich» vorgesehenen Sanktionen (Art. 35 Abs. 3 FinfraG)
- Börse stellt für bestimmte Streitgegenstände eine unabhängige «Beschwerdeinstanz» (Art. 37 Abs. 2 FinfraG)
- Börse regelt Organisation und Verfahren der Beschwerdeinstanz
- Nach der Durchführung des Beschwerdeverfahrens kann grds. Klage beim Zivilgericht angehoben werden (Art. 37 FinfraG; Art. 5 lit. h ZPO)
- Teilnehmer müssen gemäss Art. 62 Abs. 2 SIX-Kotierungsreglement «Zustimmungserklärung» unterzeichnen
 - Schiedsklausel nach den anwendbaren Regularien der SIX Group AG und des Regulatory Boards

Rechtsnatur der SIX-Selbstregulierung?

- Regelung des Börsenwesens als öffentliche Aufgabe (Art. 98 BV)
- Generelle Oberaufsicht der FINMA über Börse
- Generell-abstrakte Form der Regeln
- Selbstregulierung kann sich auf (potenziellen) Anleger auswirken
- Art. 62 Abs. 1 Ziff. 2 SIX-Kotierungsreglement: «Busse bis zu CHF 1 Mio. (bei Fahrlässigkeit) bzw. CHF 10 Mio. (bei Vorsatz)»
- SIX ist als privatrechtliche AG organisiert, private Tätigkeit
- Ihre Regeln gelten nur für die Emittenten und Teilnehmer gestützt auf vertragliche Einwilligung, obschon gewisse faktische Drittwirkung vorhanden
- Bewusster Entscheid des Gesetzgebers, auf diesbezügliche Verfügungskompetenz der Börse zu verzichten
- Keine Ermächtigung zum Erlass allgemeinverbindlicher Vorschriften, FinfraG enthält keine materiellen Vorschriften zur Selbstregulierung
- Art. 35 Abs. 3 FinfraG: «vertraglich» vorgesehene Sanktionen
- Art. 37 Abs. 4 FinfraG verweist an Zivilgerichte

Urteil des BVGer B-2233/2020 vom 16. Februar 2021

- Sanktionskommission (SaKo) der SIX Group AG warf Emittent vor, Vorschriften von Swiss GAAP FER verletzt zu haben
 - SaKo sprach Busse i.H.v. Fr. 500'000 aus
 - Rechtsmittelbelehrung: «Entscheid» kann innerhalb von 20 Tagen beim Schiedsgericht der SIX Group AG angefochten werden
 - Emittentin hat «Entscheid» beim BVGer angefochten
- BVGer:
 - Keine anfechtbare Verfügung i.S.d. Art. 5 Abs. 1 VwVG i.V.m. Art. 33 lit. h VGG
 - Verfahrensrechtlichen Regelungen in den Reglementen der SIX können nur zwischen den Parteien Wirkung entfalten, unter denen sie gültig vereinbart wurde (BGE 137 III 37)
 - Art. 37 Abs. 4 FinfraG: Klage beim Zivilgericht; Schiedsgericht wurde vereinbart
 - Bf.: «Busse» gemäss Kotierungsreglement wirke wie strafrechtliche Anklage i.S.v. Art. 6 Ziff. 1 EMRK
 - «Vertragliche» Sanktion gemäss Art. 35 Abs. 3 FinfraG

Zukünftige Entwicklung?

- Verstärkung der Verbindlichkeit der Regulierung?
 - Bsp.: Marktverhalten, Insiderhandel, öffentliche Übernahmen, Prüfung der Emissionsprospekte (Prüfstelle nach Art. 52 FIDLEG) und Revisionsaufsichtsrecht
 - Selbstregulierung im Geldwäschereirecht
 - Gesetzgeber stellt Rahmengesetz auf, Private konkretisieren untergeordnete technische Aspekte
 - Konkretisierung der Sorgfaltspflichten für Finanzintermediäre (Art. 25 GwG); «Wahrnehmung staatlicher Aufgaben» durch SRO?
 - BGer 2C_887/2017 v. 23.3.2021, E. 4.3 f. deutet an, dass Reglemente einer SRO nach Art. 25 GwG ab 1.1.2020 aufgrund delegierter Rechtsetzungsbefugnisse als Rechtssetzungsakte für GwG verstanden werden könnten
- Postulat (21.4628) NR Prisca Birrer-Heimo: «Wirksame Sanktionen der FINMA gegen fehlbare Finanzinstitute» vom 17.12.2021 (noch nicht behandelt)

Zukünftige Entwicklung?

- Selbstregulierung hat ihren Platz, soweit die Rahmenbedingungen dazu stimmen
- Direkt Betroffene und Dritte sollten in den Selbstregulierungsprozess einbezogen werden; evtl. staatliche Anerkennung oder Genehmigung von Mindeststandards
 - Verleihung von Drittwirkung?
 - Insb. bezüglich fehlerhafte Rechnungslegung und Information des Kapitalmarkts
 - Diskriminierungsfreier Zugang zum Kapitalmarkt, Gleichbehandlung der Anleger und Transparenz
 - Zugang zu Streitbeilegungsinstanzen garantieren
- Verfahren: Zivil-, Schieds- oder Verwaltungsgerichtsbarkeit?
 - Unterschiede insb. bezüglich: Verfahrensmaximen, Verfahrensöffentlichkeit, Verfahrenssprache, Expertise im Spruchkörper, Verfahrensdauer, Rechtsmittelweg, Einbezug Dritter, Vollstreckung und Sanktionen