CENTRE DE DROIT
BANCAIRE ET FINANCIER

Finanzmarktinfrastrukturen

Online-Devisentermingeschäfte, die dem FinfraG unterliegen

Par Marco Mazzilli le 12 November 2026

In einem Urteil vom 1. Juli 2026 (B-4080/2022) urteilt das Bundesverwaltungsgericht, dass die Plattform, über die eine Bank Devisentermingeschäfte mit ihren Kunden abschließt, ein bilaterales organisiertes Handelssystem (SON) im Sinne von Art. 42 Bst. c FinFraG darstellt. Die Ausnahme für den Primärmarkt findet keine Anwendung. Indem sie den Kunden ermöglicht, ihre Positionen jederzeit zu „schließen", fungiert die Plattform nämlich als Sekundärmarkt.

Eine Universalbank betreibt eine Webplattform (370 Nutzer und ein Volumen von 94,9 Milliarden CHF im Jahr 2020), auf der ihre Kunden mit ihr Kassageschäfte sowie Devisentermin- und Edelmetalltermingeschäfte abschließen. Umstritten sind lediglich die Devisentermin-Geschäfte. Es handelt sich um außerbörsliche (OTC-)Derivate (Art. 2 Bst. c FinFraG), sogenannte *Forwards*, bei denen die Parteien vereinbaren, zwei Währungen zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu einem im Voraus festgelegten Kurs zu tauschen. Um seine Position vor Fälligkeit aufzulösen, schließt der Kunde daher einen *Forward* in umgekehrter Richtung für denselben Zeitpunkt ab. Beide Kontrakte bestehen weiterhin, ihre wirtschaftlichen Auswirkungen heben sich jedoch gegenseitig auf. Die Plattform zeigt fortlaufend Kurse an, und die Bank bestätigt die auf dieser Grundlage abgegebenen Angebote grundsätzlich umgehend. Sie bietet darüber hinaus mehrere Funktionen an, deren Bezeichnungen sich an Handelsplattformen orientieren, darunter „*Rollover*", „*Limit Order*" und „*Close*". Die Funktion „*Close*", die über das Menü jedes abgeschlossenen Geschäfts aufgerufen werden kann, übernimmt die Daten des ursprünglichen Geschäfts, um das entgegengesetzte Angebot zum Schließen der Position vorab auszufüllen.

Allein für diese Geschäfte stuft die FINMA die Plattform als bilaterales SON ein, wodurch die Bank den Verpflichtungen gemäß Art. 44 bis 46 FinfraG und 39 bis 43 FinFrAV unterliegt. Diese zielen darauf ab, Interessenkonflikte zu verhindern, einen geordneten Handel sowie Transparenz vor und nach dem Handel zu gewährleisten. Die Bank legt beim Bundesverwaltungsgericht (BVGer) Berufung ein. Ihrer Ansicht nach fällt die Schaffung bilateraler OTC-Derivate unter den Primärmarkt, den das FINMA-Rundschreiben 2018/1 „*Organisierte Handelssysteme*" bedingungslos von den SON ausschließt (Rz 25, 1. Satz). Die Vorbehaltung der Rückkaufkurse, d. h. der Preise, zu denen der Verkäufer die Instrumente zurücknimmt, beziehe sich nur auf Produkte, die massgeschneidert für einen Kunden konzipiert seien (Rz 25, 2. Satz). Die Bank bestreitet zudem, solche Kurse festzulegen. Sie beruft sich zudem auf den Bericht der FINMA zur Anhörung zum Rundschreibenentwurf, wonach der bilaterale Aufbau von Derivatepositionen nicht der Regulierung der organisierten

Handelssysteme unterliegt (Ziff. 3.9).

Das Bundesverwaltungsgericht betont zunächst, dass die Definition des bilateralen organisierten Handelssystems (Art. 42 Bst. c FinfraG) sehr weit gefasst ist und keine Ausnahme für den Primärmarkt vorsieht. Die systematische, teleologische und historische Auslegung schliesst jedoch zwei Situationen aus. Die erste betrifft Primärmarktgeschäfte im engeren Sinne, wie Emissionen zur Kapitalbeschaffung (Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG), die bereits durch das FINIG und das FIDLEG geregelt sind. Die zweite betrifft Plattformen, auf denen der Handel nur sporadisch oder in vernachlässigbarem Umfang stattfindet, da der Gesetzgeber nicht über das europäische Recht hinausgehen wollte.

Es gibt hingegen keinen Grund, bilaterale OTC-Derivate auszuschließen. Aus wirtschaftlicher Sicht spielt die Form des Handels keine Rolle, solange die Tätigkeit die durch das FinfraG geschützten Interessen berührt. Zu diesen zählen in erster Linie insbesondere das reibungslose Funktionieren der Märkte und der Schutz ihrer Teilnehmer (Art. 1 Abs. 2 FinfraG). Dies gilt auch für eine Plattform, die es jederzeit ermöglicht, einen *Forward* durch einen Gegenkontrakt auszugleichen, da sie in diesem Fall die Funktion eines Sekundärmarktes erfüllt. Schließlich spielt es keine Rolle, dass Art. 113 Abs. 3 Bst. b FinfraG diese Geschäfte von der Verpflichtung befreit, auf einer Handelsplattform oder einem SON zu handeln (Art. 112 Abs. 1 FinfraG), da diese Befreiung nicht ausschließt, dass eine Plattform, die sie anbietet, ein SON ist.

Das Bundesverwaltungsgericht weist sodann darauf hin, dass das Rundschreiben als Verwaltungsverordnung für den Richter nicht bindend ist. Dieser berücksichtigt es nur, wenn es das Gesetz überzeugend konkretisiert. Dies ist hier der Fall. Das Bundesverwaltungsgericht wendet das Rundschreiben daher an, legt jedoch die Ausnahme des Primärmarktes restriktiv und den Begriff des Rückkaufkurses weit aus. Entscheidend ist die systematische Gewährleistung einer Ausstiegsmöglichkeit. Der Anhörungsbericht ist für den Richter noch weniger bindend. Er dehnte zudem den Vorbehalt der Rückkaufkurse auf OTC-Derivate aus (Ziff. 3.8) und stellte die umgekehrte Transaktion, mit der eine Position geschlossen wird, einem „Rückkauf“ gleich (Ziff. 3.10).

Das BVGer stellt fest, dass die drei im Rundschreiben festgelegten kumulativen Kriterien des SON (Randziffern 5 und 7 bis 15) erfüllt sind, da (i) der Handel einer einheitlichen und verbindlichen Regelung folgt, die durch einen Mustervertrag festgelegt ist, und planmäßig und wiederholt stattfindet, (ii) die Verträge im System abgeschlossen werden und (iii) die Initiative zum Handel von den Kunden ausgehen kann. Angesichts seines Volumens ist der Handel zudem nicht sporadisch. Dank der fortlaufenden Kursnotierung und der Funktion „*Close*“ kann jede Position jederzeit ausgeglichen werden, sodass die Bank de facto Rückkaufkurse festlegt. Die Beschwerde wird daher abgewiesen.

Dieses Urteil überzeugt. Indem das Bundesverwaltungsgericht der wirtschaftlichen Realität den Vorrang einräumt, verhindert es, dass sich eine Plattform allein deshalb dem FinfraG entzieht, weil die Positionen dort durch einen Gegenkontrakt statt durch einen Wiederverkauf geschlossen werden. Seine Tragweite geht jedoch über den Devisaterminkontrakt hinaus. Da sich kein OTC-Derivat wiederverkaufen lässt, legt jede Plattform, die fortlaufend Kurse notiert, die ein Gegengeschäft ermöglichen, de facto Rückkaufkurse fest. Für diese Instrumente verliert die Ausnahme des Primärmarktes somit den wesentlichen Teil ihrer Tragweite, und die Banken, die sich auf Ziff. 3.9 des Anhörungsberichts verlassen hatten, sollten ihre Plattformen überprüfen. Unklar bleibt der unbestimmte Rechtsbegriff des „sporadischen oder von

vernachlässigbarem Volumen“ Handels, der eine Plattform vom FinfraG ausnimmt. Das Bundesverwaltungsgericht überlässt die Konkretisierung der FINMA-Praxis, die sich am europäischen Recht orientieren muss, über das der Schweizer Gesetzgeber nicht hinausgehen wollte. Konkret sollte eine Plattform, die der europäischen Regulierung entgeht, weil kein systematischer Handel stattfindet oder weil sie nur einen unbedeutenden Anteil am Markt des betreffenden Instruments ausmacht, auch keinen SON darstellen.

Reproduction autorisée avec la référence suivante: Marco Mazzilli, Online-Devisentermingeschäfte, die dem FinfraG unterliegen, publié le 12 November 2026 par le Centre de droit bancaire et financier, https://cdbf.ch/de/1478/