



Urteil vom 1. Juli 2026

Besetzung

Richter Christoph Errass (Vorsitz),
Richter Daniel Willisegger, Richterin Eva Schneeberger,
Gerichtsschreiber Matthias Uffer.

Parteien

A. _____ AG,
(...),
vertreten durch Dr. Claudio Bazzani, Rechtsanwalt,
Homburger AG, (...),
Beschwerdeführerin,
gegen

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA,
(...),
Vorinstanz.

Gegenstand

Betrieb eines organisierten Handelssystems
(Art. 42 Bst. c FinfraG).

Sachverhalt:**A.**

A.a Die A. _____ AG (nachfolgend: Beschwerdeführerin) ist ein Institut, das alle Bankgeschäfte für alle Kundengruppen betreibt und von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA (nachfolgend: FINMA respektive Vorinstanz) als Universalbank eingestuft und der Aufsichtskategorie 2 (...) zugeordnet wird.

A.b Die Einrichtung (...) ist eine webbasierte Plattform für Kunden der Beschwerdeführerin. Diese können über die Plattform «over the counter» (OTC) Kassa- und Termingeschäfte mit Devisen und Edelmetallen auf Basis der auf der Plattform publizierten Preise (bilateral) mit der Beschwerdeführerin eingehen. Die Plattform generierte im Jahr 2020 einen Umsatz von Fr. 94.9 Mrd. und zählte per Jahresende 370 Nutzer.

A.c Am 1. Januar 2016 trat das Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (FinfraG; SR 958.1) in Kraft, wodurch auch die Regulierung der organisierten Handelssysteme (Art. 42 ff. FinfraG) eingeführt wurde. Am 1. Januar 2018 setzte die FINMA ihr Rundschreiben 2018/01 vom 25. Januar 2017 über Organisierte Handelssysteme / Pflichten von Betreibern eines organisierten Handelssystems (nachfolgend: FINMA-RS 2018/01) in Kraft.

B.

B.a Die Beschwerdeführerin teilte der FINMA mit Schreiben vom 29. Februar 2016 mit, sie analysiere (...) hinsichtlich des Vorliegens eines organisierten Handelssystems (Art. 42 FinfraG; nachfolgend: OHS), gelangte in der Folge aber zum Schluss, ein solches liege nicht vor.

B.b Die FINMA forderte die Beschwerdeführerin am 28. Mai 2019 dazu auf, einen Fragebogen über OHS auszufüllen. Am 28. August 2019 reichte die Beschwerdeführerin den ausgefüllten Fragebogen ein und legte dar, warum aus ihrer Sicht (die Plattform) kein OHS gemäss FINMA-RS 2018/01 sei. Über (die Plattform) würden Derivatepositionen mit der Beschwerdeführerin eingegangen. Deren Schaffung sei gemäss Ausführungen im Bericht vom 25. Januar 2017 über die Anhörung vom 28. September bis 9.

November 2016 zum Entwurf des Rundschreibens (nachfolgend: Anhö-
rungsbericht) nicht von der OHS-Regulierung erfasst. Die Beschwerdefüh-
rerin bekräftigte ihre Einschätzung per E-Mail vom 18. Oktober 2019.

B.c Mit E-Mail vom 10. Februar 2020 nahm die Beschwerdeführerin Stel-
lung zur Frage der Vorinstanz, ob und inwiefern über (die Plattform) Devi-
sentermingeschäfte vor Ablauf ihrer Laufzeit glattgestellt werden könnten.
Sie führte aus, dies sei nicht möglich. Ein Kunde könne aber ein Gegenge-
schäft mit spiegelbildlichen Parametern zur ursprünglichen Transaktion
eingehen und so die ursprüngliche Position ökonomisch neutralisieren.
Rechtlich bestünden dabei aber bis zum Ende der Laufzeiten zwei unab-
hängige Positionen.

B.d Mit Schreiben vom 19. August 2020 teilte die Vorinstanz der Beschwer-
deführerin ihre Einschätzung mit, dass (die Plattform) hinsichtlich des Han-
dels mit Devisentermingeschäften ein bilaterales OHS im Sinne von Art. 42
Bst. c FinfraG sei.

B.e An der Besprechung mit der Vorinstanz vom 14. Oktober 2020 und im
Schreiben vom 14. Dezember 2020 hielt die Beschwerdeführerin unverän-
dert an ihrer Ansicht fest, dass (die Plattform) nicht als OHS einzustufen
sei.

B.f Mit Schreiben vom 26. April 2021 teilte die Vorinstanz mit, sie stufe die
Plattform (...) auch unter Berücksichtigung der im Schreiben vom 14. De-
zember 2020 angeführten Punkte als OHS ein. Sie forderte die Beschwer-
deführerin auf, ein Gesuch um Änderung des Organisationsreglements be-
treffend den Betrieb eines OHS einzureichen oder alternativ eine anfecht-
bare Verfügung zu verlangen.

C.

C.a Mit Schreiben vom 31. Mai 2021 ersuchte die Beschwerdeführerin die
Vorinstanz um eine anfechtbare Verfügung.

C.b Die Vorinstanz teilte der Beschwerdeführerin am 27. August 2021 mit,
ihr werde der Verfügungsentwurf zwecks Gewährung des rechtlichen Ge-
hörs zu gegebenem Zeitpunkt zugestellt. Am 22. Dezember 2021 stellte die
Vorinstanz der Beschwerdeführerin den Verfügungsentwurf zu. Zudem ver-
langte sie ergänzende Informationen von der Beschwerdeführerin.

C.c Mit Schreiben vom 28. Januar 2022 teilte die Beschwerdeführerin der Vorinstanz mit, sie halte an ihrer Auffassung fest. Darauf hinweisend, dass der Verfügungsentwurf bereits unterzeichnet war, machte sie geltend, dies lege nahe, dass die Vorinstanz ihren Argumenten nicht zugänglich sei. Die Beschwerdeführerin lieferte die von der Vorinstanz verlangten Informationen.

C.d Mit Schreiben vom 10. Februar 2022 stellte die Vorinstanz der Beschwerdeführerin einen angepassten Verfügungsentwurf zu, unter Fristansetzung für die Wahrnehmung des rechtlichen Gehörs.

C.e Mit Schreiben vom 22. Februar 2022 teilte die Beschwerdeführerin der Vorinstanz mit, dass sie auf eine Stellungnahme verzichte.

C.f Mit Verfügung vom 15. Juli 2022 stellte die Vorinstanz fest, die Beschwerdeführerin betreibe mit (der Plattform) ein organisiertes Handelssystem gemäss Art. 42 Bst. c FinfraG (Dispositiv-Ziff. 1), und auferlegte ihr Verfahrenskosten von Fr. 15'353.70 (Dispositiv-Ziff. 2). Die Beschwerdeführerin müsse «bezüglich den mit ihren Kunden über (die Plattform) abgeschlossenen Devisentermingeschäften die Pflichten einer OHS-Betreiberin einhalten [...] (Art. 44-46 FinfraG; Art. 39-43 FinfraV; Rz. 28-40 RS 2018/01)» (Fazit der Verfügungsbegründung). Mit der Einstufung könne eine effektive Aufsicht über (die Plattform) als bilaterales OHS im Zusammenhang mit Devisentermingeschäften erfolgen und u.a. dem Gesetzeszweck, die Transparenz der Derivatemärkte zu erhöhen, Rechnung getragen werden. Durch die Überprüfung der Einhaltung der anwendbaren Pflichten wie der Auskunfts- und Transparenzpflicht bezüglich der abgeschlossenen Geschäfte würden auch die Kunden- und Anlegerinteressen berücksichtigt.

D.

D.a Mit Beschwerde vom 14. September 2022 beantragt die Beschwerdeführerin vor Bundesverwaltungsgericht, die Verfügung der FINMA vom 15. Juli 2022 aufzuheben. Sie rügt, die Unterstellung von (der Plattform) als OHS sei bundesrechtswidrig. Die Vorinstanz wende Art. 42 Bst. c FinfraG falsch an. Nur Sekundärmarkttransaktionen seien von der OHS-Regulierung erfasst. Die Schaffung von OTC-Derivaten über (die Plattform) sei Teil des Primärmarkts und führe gemäss RS 2018/01 Rz. 24 f. nicht zur Unterstellung als OHS.

D.b Die Vorinstanz beantragt mit Eingabe vom 10. November 2022 die Abweisung der Beschwerde vom 14. September 2022. Die Beschwerdeführerin repliziert und hält an ihren in der Beschwerde gestellten Anträgen und geäusserten Ausführungen fest.

Das Bundesverwaltungsgericht zieht in Erwägung:

1.

1.1 Das Bundesverwaltungsgericht ist für die Beurteilung der vorliegenden Beschwerde gegen eine Verfügung der FINMA im Sinne von Art. 5 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 20. Dezember 1968 über das Verwaltungsverfahren (VwVG; SR 172.021) zuständig (Art. 54 Abs. 1 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes vom 22. Juni 2007 [FINMAG, SR 956.1] i.V.m. Art. 47 Abs. 1 Bst. b VwVG, Art. 31 f. sowie Art. 33 Bst. e des Verwaltungsgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005 [VGG, SR 173.32]). Die Beschwerdeführerin ist zur Beschwerdeführung legitimiert (Art. 48 Abs. 1 VwVG).

1.2 Die Beschwerde ist frist- und formgerecht eingereicht worden, der Kostenvorschuss wurde rechtzeitig bezahlt und die übrigen Sachurteilsvoraussetzungen liegen vor (Art. 50 Abs. 1 i.V.m. Art. 20 f., Art. 52 Abs. 1, Art. 63 Abs. 4 VwVG). Auf die Beschwerde ist einzutreten.

2.

Angefochten ist die Verfügung vom 15. Juli 2022, mit der die Vorinstanz die Plattform (...) als organisiertes Handelssystem im Sinne von Art. 42 Bst. c FinfraG einstuft und die Beschwerdeführerin als Betreiberin dazu anhält, die Pflichten nach Art 44-46 FinfraG und Art. 39-43 FinfraV einzuhalten. Auch wenn im Dispositiv (die Plattform) einem organisierten Handelssystem zugeordnet wird, handelt die Verfügung insgesamt nur von den *Devisentermingeschäften*. Andere über (die Plattform) getätigte Geschäfte, darunter Kassageschäfte mit Währungen und Edelmetallen, waren und sind nicht Streitgegenstand.

3.

3.1 Im Rahmen ihrer Aufsicht über den Finanzmarkt (Art. 4 Abs. 1 f. FINMAG) ist die Vorinstanz zuständig für die Einhaltung und Anwendung des FINMAG und der Finanzmarktgesetze (Art. 6 Abs. 1 i.V.m. Art. 1 Abs. 1 FINMAG). Der Aufsicht untersteht, wer nach den Finanzmarktgesetzen

eine Bewilligung, Anerkennung, Zulassung oder Registrierung der FINMA benötigt (Art. 3 Bst. a i.V.m. Art. 1 Abs. 1 FINMAG). Hierzu zählen Banken und Wertpapierhäuser (Art. 3 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 [BankG; SR 952]; Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 Bst. e des Bundesgesetzes über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 [FINIG; SR 954.1]).

3.2 Das FinfraG und die Bundesratsverordnung vom 25. November 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturverordnung [FinfraV, SR 958.11]) traten am 1. Januar 2016 in Kraft. Sie regeln die Organisation und den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen und die Marktverhaltenspflichten der Finanzmarktteilnehmer am Effekten- und Derivatehandel (Art. 1 Abs. 1 FinfraG). Zweck der Finanzmarktinfrastukturgesetzgebung ist die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Effekten- und Derivatemärkte, die Verstärkung der diesbezüglichen Transparenzvorschriften, der Schutz der Finanzmarktteilnehmer und die Gleichbehandlung der Anleger (Art. 1 Abs. 2 FinfraG). Die Regelung des institutionalisierten Handels mit Finanzinstrumenten im FinfraG löst jene des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel ab (Art. 158 Anh. Ziff. 11 FinfraG; aBEHG [AS 1997 68 ff., in Kraft bis zum 31. Dezember 2019]). Inhaltlich setzt das FinfraG internationale Standards um, die auf Erkenntnisse aus der Finanzmarktkrise 2008 zu den Risiken und Schwächen des ausserbörslichen (OTC-)Derivatehandels unter anderem bezüglich der Transparenz der Preisbildung und Gegenparteiausfallsrisiken zurückgehen (Botschaft vom 3. September 2014 zum Finanzmarktinfrastukturgesetz [FinfraG] [nachfolgend: Botschaft FinfraG], BBI 2014 7483, 7489 ff.). Dabei lehnt sich das FinfraG stark – allerdings mit gewissen Abweichungen – an das EU-Recht an (Botschaft FinfraG, BBI 2104 7509 ff.; Erläuternder Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements zur Vernehmlassungsvorlage zum Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastuktur (FinfraG) vom 29. November 2013 [nachfolgend: Bericht EFD FinfraG], S. 17 ff.). Im Einklang mit diesen internationalen Entwicklungen bezweckt die Regulierung der Börse und der Handelssysteme im FinfraG die Stärkung des System- und Anlegerschutzes und erhöhte Rechtssicherheit für die Betroffenen. Zentraler Bestandteil der neuen Regulierung bilden die Transparenzvorschriften für multilaterale und organisierte Handelssysteme, durch die auch die Problematik sogenannter *Dark Pools* (intransparenter Plattformen) adressiert wird (Botschaft FinfraG, BBI 2014 7499, 7530 und 7541; vgl. Bericht EFD FinfraG, S. 13 f.; O. FAVRE/S. KRAMER, in: Sethe et al.

[Hrsg.], Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG [nachfolgend: SK-FinfraG], 2017, Art. 42 Rz. 1-4; S. FEHLMANN, Corporate-Finance-Dienstleistungen und das FIDLEG, 2023, S. 6). Zudem erstrebte der Gesetzgeber eine Verbesserung des *Level-playing-field* unter Handelssystemen (Botschaft FinfraG, BBl 2014 7530).

3.3 Das FinfraG ersetzt die Unterteilung in «Börse und börsenähnliche Einrichtungen» (BEHG) durch die Dreiteilung in Börsen (Art. 26 Bst. b FinfraG), multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelssysteme (Art. 26 Bst. c und Art. 42 FinfraG; Botschaft FinfraG, BBl 2014 7489), wovon erstere beiden (Börse und multilaterale Handelssysteme) zugleich als Handelsplätze bezeichnet werden (Art. 26 Bst. a FinfraG). Die Börse ist nach Art. 26 Bst. b FinfraG eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert (Art. 2 Bst. f FinfraG) werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt. Das multilaterale Handelssystem (nachfolgend: MHS) hat dieselben Begriffsmerkmale, mit dem Unterschied, dass keine Kotierung der zum Handel zugelassenen Effekten erfolgt (Art. 26 Bst. c FinfraG). Börse und MHS sind Finanzmarktinfrastrukturen (Art. 2 Bst. a Ziff. 1 und 2 FinfraG) und unterstehen als solche der Bewilligungspflicht gemäss Art. 4 Abs. 1 FinfraG.

3.4 Organisierte Handelssysteme (nachfolgend: OHS) gemäss Art. 42 FinfraG umfassen drei unterschiedliche Tatbestandsvarianten.

«Art. 42 Begriff

Als organisiertes Handelssystem gilt eine Einrichtung zum:

- a. multilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten sowie den Vertragsabschluss nach diskretionären Regeln bezweckt;
- b. multilateralen Handel von Finanzinstrumenten, die keine Effekten sind, die den Austausch von Angeboten sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt;
- c. bilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten bezweckt.»

Durch die Begriffsmerkmale des Vertragsabschlusses nach *diskretionären* Regeln, des Handels mit *anderen Finanzinstrumenten* und des *bilateralen* Handels lassen sich die drei OHS von Handelsplätzen (Art. 26 FinfraG)

unterscheiden, die dem multilateralen und nichtdiskretionären Handel mit Effekten dienen (Art. 26 Bst. b und c FinfraG; S. JUNGO/O. ZIBUNG/D. ROTH et al., Komm. zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, S. 189 f. Rz. 48; VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, Kommentar zum FinfraG/BEG, 2019 [nachfolgend: OFK/FinfraG-BEG], N 3 zu Art. 42 FinfraG; SCHLEIFER/SCHÄRLI, in: Sester/Brändli/Bartholet/Schiltknecht [Hrsg.], Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, § 22 N 120).

Im Einzelnen: Der Vertragsabschluss erfolgt nach *diskretionären* Regeln, wenn der Plattform dabei ein bestimmtes Ermessen zukommt (Art. 23 FinfraV e contrario). Beim multilateralen Handel (vgl. Art. 22 Abs. 1 FinfraV), bei dem die Kauf- und Verkaufsinteressen einer Vielzahl Teilnehmer innerhalb des Handelssystems zum Vertragsschluss zusammengeführt werden (sog. *Matching*-Vorgang), zeigt sich das Ermessen darin, entscheiden zu können, Kundenaufträge im System zu platzieren, wieder zurückzunehmen, oder zu einem bestimmten Zeitpunkt nicht mit den im System vorhandenen Aufträgen zusammenzuführen. Beim bilateralen OHS nach Art. 42 Bst. c FinfraG ist irrelevant, ob der Vertragsschluss nach diskretionären oder nicht diskretionären Regeln erfolgt (vgl. Botschaft FinfraG, BBI 2014 7539; SCHÄREN/DOBRAUS-SALDAPENNA/LIEBI, Organisierte Handelssysteme im neuen FinfraG – Versuch einer regulatorischen Kategorisierung, in: SZW 2016 [nachfolgend: SZW 2016], S. 194 ff., S. 198). *Bilateraler* Handel von Finanzinstrumenten im Sinne von Art. 42 Bst. c FinfraG bedeutet, dass der OHS-Betreiber selbst die Gegenpartei ist, mit der Nutzer des Systems Geschäfte abschliessen. Er handelt in eigenem Interesse und auf eigene Rechnung und ist dadurch bei der Ausführung des Geschäfts dem Marktrisiko ausgesetzt (Botschaft FinfraG, BBI 2014, 7539 f.; CLAUDE HUMBEL, Organisierte Handelssysteme in der Schweiz – Quo vadis? GesKR 2021, S. 25 ff., 27; DAVID MEIRICH, Regulatorische Einordnung von Decentralized Finance, Zürich/Genf 2023, Rz. 902). Beim multilateralen Handel (Art. 42 Bst. a und b FinfraG; Art. 26 Bst. b und c FinfraG) werden die Interessen einer Vielzahl von Teilnehmern am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Handelssystems zu einem Vertragsabschluss zusammengeführt (Art. 22 FinfraV).

3.5 OHS (Art. 42 FinfraG) zählen nicht zu den Finanzmarktinfrastrukturen (Art. 2 Bst. a FinfraG e contrario), sodass sie nicht der Bewilligungspflicht von Art. 4 Abs. 1 FinfraG unterstehen. Da der Betrieb eines OHS Banken, Wertpapierhäusern, DLT-Handelssystemen und Handelsplätzen vorbehalten ist (Art. 43 Abs. 1 FinfraG), die als solche einer Bewilligung bedürfen,

erfolgt die Aufsicht über die Einhaltung der OHS-Vorschriften im Rahmen der Aufsicht über das Institut oder die Finanzmarktinfrastuktur, die ein OHS betreibt (Botschaft FinfraG, S. 7516; FINMA-RS 2018/01 Rz. 2; vgl. ZULAUF/KUHN, a.a.O., S. 87 f.). Die Pflichten für OHS-Betreiber nach Art. 44-46 FinfraG umfassen: Vorschriften zur Organisation und Vermeidung von Interessenkonflikten (Art. 44 FinfraG), zur Sicherstellung eines geordneten Handels (Art. 45 FinfraG) und zur Gewährleistung der Handelstransparenz (Art. 46 FinfraG).

4.

Einzugehen ist auf den massgeblichen Sachverhalt und die Argumente der Parteien. Der Sachverhalt betreffend die Funktionsweise (der Plattform) ist in weiten Teilen nicht umstritten (E. 4.1). Strittig ist der sachliche Anwendungsbereich von Art. 42 Bst. c FinfraG und die diesbezügliche Einordnung des Sachverhalts (E. 4.2).

4.1

4.1.1 Die Plattform (...) ist ein webbasiertes, technisches System, über das Kunden der Beschwerdeführerin, die hieran teilnehmen, über ein *graphical user interface* (GUI) laufend publizierte Kurse einsehen, Aufträge erfassen, Transaktionen abschliessen, Aufträge und Transaktionen einsehen und weitere Funktionen und Informationen nutzen können (vgl. Vertrag für Nicht-Finanzdienstleister, Ziff. 2; Anhang (...) zum Basisvertrag, Ziff. 2). Die Plattform steht den Benutzern von Sonntagabend 21:00 bis Freitagabend 23:00 zur Verfügung.

4.1.2 Auf (der Plattform) können die beteiligten Nutzer ausserhalb der Handelsplätze (in diesem Sinne *over-the-counter* [OTC], vgl. Art 97 Abs. 1 FinfraG) Kassa- und Termingeschäfte mit Devisen und Edelmetallen abschliessen. Vorliegend strittig ist, wie erwähnt, die Einstufung von (die Plattform) nur bezüglich der Devisentermingeschäfte (*foreign exchange forward*). Dabei handelt es sich um OTC-Derivate in Form von Termingeschäften, die als Basiswert Währungen haben. Dabei vereinbaren die Vertragsparteien die Lieferung einer Währung gegen Bezahlung in einer anderen Währung zu einem zukünftigen Zeitpunkt und einem im Voraus festgelegten Preis. Während der Laufzeit verändert sich der Wert des Devisentermingeschäfts abhängig von den Preisentwicklungen der vereinbarten Währungen. Über (die Plattform) werden Devisentermingeschäfte bilateral abgeschlossen, d.h. zwischen Kunde und der Beschwerdeführerin. Eine

Zusammenführung von Kundenaufträgen zum Vertragsabschluss (*order matching*) findet nicht statt.

4.1.3 Dem Benutzer werden im System laufend Kurse angezeigt, auf deren Basis Offerten erstellt und elektronisch übermittelt werden können. Die Betreiberin der Plattform stellt bei Einreichung einer Offerte auf Basis dieser Preise grundsätzlich in Aussicht, den Vertragsabschluss umgehend zu bestätigen. Eine Ablehnung ist unter bestimmten Umständen vorbehalten. Ein über (die Plattform) abgeschlossenes Devisentermingeschäft kann als solches in der Regel *nicht weiter- oder zurückverkauft* werden. *Stattdessen ist es möglich, ein Geschäft mit umgekehrten Parametern abzuschliessen.* Im Rahmen der Preisbildung der gegenläufigen Position wird dabei der wirtschaftliche Wert der Ausgangstransaktion realisiert und auf diese Weise neutralisiert.

4.1.4 Über die Laschen *Rollover*, *Close* und *Limit order* sind auf (der Plattform) drei Funktionen verfügbar, deren Bezeichnung an typische Funktionalitäten von Handelsplattformen im Finanzbereich angelehnt ist und die das Eingehen von Devisentermingeschäften mit der Beschwerdeführerin erleichtern. Die Laschen *Close* und *Rollover* können über das Kontextmenü eines vorbestehenden Geschäfts gewählt werden. *Rollover* bezeichnet das Verlängern einer bestehenden Position; *Close* die Schliessung einer Position. Die beiden Funktionen stellen Schnellzugriffe dar, die über den Rückgriff auf Eckdaten eines früheren Geschäfts die Erstellung eines Offertformulars vereinfachen. Die *Close*-Funktion kann dabei genutzt werden, um ein Geschäft abzuschliessen, mit dem sich eine bereits eingegangene Position wirtschaftlich neutralisieren (d.h. glattstellen) lässt. Über *Limit Order* können auf (der Plattform) Kaufs- oder Verkaufsofferten mit Höchst- respektive Mindestpreisen erstellt werden. Benutzer können so Offerten für den Abschluss von Devisentermingeschäften zu Kursen übermitteln, die von den auf der Plattform in dem Zeitpunkt publizierten, dem Benutzer angezeigten (Spot-)Preisen abweichen. Da die entsprechenden Preislimiten keine aktuellen Kurse und damit gegenwärtige Offerten und Geschäfte reflektieren, wird für Offerten über Limit Order kein unmittelbarer Vertragsabschluss in Aussicht gestellt.

4.2

4.2.1 Die Beschwerdeführerin argumentiert *erstens*, bei den über (die Plattform) abgeschlossenen Devisentermingeschäften handle es sich um Primärmarkttransaktionen, die gemäss dem Rundschreiben der Vorinstanz

nicht der OHS-Regulierung unterstünden; ein OHS könne nur eine Einrichtung zum Handel von Finanzinstrumenten des Sekundärmarkts sein (FINMA-RS 2018/01 Rz. 24 f.). Im Anhörungsbericht zu FINMA-RS 2018/01 habe die Vorinstanz festgehalten, dass die Schaffung bilateraler OTC-Derivate nicht unter die OHS-Regulierung falle. *Zweitens* stellt sie sich auf den Standpunkt, dass der Ausnahmetatbestand für Primärmarktgeschäfte bei bilateralen OTC-Derivaten nicht durch das Kriterium des Stellens von Rückkaufkursen (i.S.v. FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 Satz 2) eingegrenzt werde. Bei bilateralen Derivaten läge keine der Konstellationen vor, welche die Berücksichtigung des Stellens von Rückkaufkursen rechtfertigte: es liege weder der Tatbestand des speziell für einen Kunden erstellten Finanzinstruments vor (i.S.v. FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 Satz 2), noch die im Anhörungsbericht dargelegte Konstellation, in der eine monopolartige Stellung zur Benachteiligung der Kunden ausgenützt zu werden drohe. Der gesetzliche Schutzzweck rechtfertige es nicht, bei der Einstufung von Plattformen für OTC-Devisentermingeschäfte zu berücksichtigen, ob eine Rückkaufsmöglichkeit bestehe, da die professionellen und institutionellen Kunden, welche die Plattform nutzten, sich auch nicht in einem Abhängigkeitsverhältnis befänden; diese könnten auch bei anderen Anbietern Preise anfragen. Bei den Devisentermingeschäften über (die Plattform) handle es sich um im höchsten Masse standardisierte Produkte. Glattstellungsgeschäfte durch das Eingehen einer neuen, gegenläufigen Position könnten auch über andere Kanäle und Gegenparteien eingegangen werden. *Drittens* macht die Beschwerdeführerin geltend, dass über (die Plattform) gar keine Rückkaufkurse gestellt würden, sodass eine Zuordnung zum Sekundärmarkt auch deshalb unzulässig wäre. Es bestehe keine Verpflichtung zum Rückkauf und es würden keine Rückkaufkurse (i.S.v. verbindlichen Quoten) gestellt, auch nicht faktisch. Auf der Basis der auf der Plattform gestellten Kurse könnten nur getrennte Kontrakte eingegangen, nicht bestehende Derivatpositionen aufgelöst oder zurückverkauft werden. Die Rücknahme der über (die Plattform) abgeschlossenen Derivatkontrakte sei formell nicht möglich und erfolge auch in wirtschaftlicher Hinsicht nicht. Der Nutzer könne nur eine zusätzliche, ökonomisch gegenläufige Position eingehen, sodass sich zwei eingegangene Geschäfte gegenseitig wirtschaftlich neutralisierten. Auch dabei werde ein bilateraler Derivatkontrakt neu geschaffen. Der neue Abschluss habe keine Auswirkungen auf das Bestehen der ersten Transaktion. Beide Geschäfte bestünden rechtlich unabhängig voneinander. Auch ökonomisch werde keine Verbindung zwischen den beiden Geschäften hergestellt. Kaufs- und Verkaufsgeschäfte mit demselben Valutadatum würden nicht gegeneinander aufgerechnet. Das Gegenparteirisiko bleibe für beide bis am Ende der Laufzeiten

bestehen. Schliesslich merkt sie an, dass sie als Betreiberin der Plattform jeweils nicht wisse, ob ein Kunde ein bestimmtes Geschäft in der Motivation abschliesse, eine bestehende Position zu neutralisieren.

4.2.2 Die Vorinstanz ordnet die Devisentermingeschäfte über (die Plattform) dem Sekundärmarkt im weiten Sinn («Sekundärmarkt-Äquivalent») zu und bestreitet die Anwendbarkeit des in ihrem Rundschreiben formulierten Ausnahmetatbestands für Primärmarkt-Transaktionen. Sie argumentiert hierfür *erstens*, die Tatbestandsmerkmale von Art. 42 Bst. c FinfraG sowie von RS 2018/01 Rz. 5-15 seien gegeben. Der Handel mit Devisentermingeschäften über (die Plattform) weise die typischen Funktionalitäten eines OHS auf. *Zweitens* bestreitet sie die Anwendbarkeit der Primärmarkt-Ausnahme gemäss FINMA-RS 2018/01 Rz. 25. Zur Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt sei nicht eine formaljuristische Betrachtungsweise einzunehmen, sondern den realen, wirtschaftlichen Begebenheiten Rechnung zu tragen. Im Zeichen der strenger werdenden Derivateregulierung sei es nicht die Absicht des Gesetzgebers gewesen, das Eingehen bilateraler Derivatkontrakte aus formalrechtlichen Gründen ganz von der OHS-Regulierung auszunehmen. Auch die Schutzzwecke sprechen aus Sicht der Vorinstanz nicht gegen eine Unterstellung. Anders als bei der zeitnahen Abwicklung von Kassageschäften oder bei Primärmarktmissionen würden bei OTC-Derivaten länger angelegte Transaktionsbeziehungen begründet. Auch die Tatsache, dass es sich bei den fraglichen Devisentermingeschäften um hochgradig standardisierte Produkte handle, spreche für das Vorliegen von Sekundärmarkt. *Drittens* soll die Primärmarkt-Ausnahme nach FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 gemäss Vorinstanz auch bei bilateralen OTC-Derivaten nur anwendbar sein, wenn keine Rückkaufkurse gestellt würden. Bestehe eine ausdrückliche Verpflichtung zum Rückkauf oder würden faktisch Rückkaufkurse gestellt, könnten bilaterale Derivate dem Sekundärmarkt zugeordnet werden. Die Berücksichtigung bloss faktischer Rückkaufkurse ist aus Sicht der Vorinstanz aufgrund der Natur der Finanzinstrumente und der Eigenheiten des Handels mit diesen erforderlich, da bei den in Frage stehenden Geschäften ein Weiter- oder Rückverkauf des eingegangenen Derivatkontrakts gar nicht möglich sei. Der Ausstieg aus einer Position erfolge stattdessen durch deren Glattstellung mit einem Gegengeschäft, wobei im Rahmen der Preisbildung der gegenläufigen Position der wirtschaftliche Wert der Ausgangstransaktion realisiert und das Gegenparteirisiko über entsprechende Nettingmöglichkeiten faktisch eliminiert werde. Über (die Plattform) könnten gekaufte OTC-Derivate auf diese Weise faktisch wieder zurückverkauft werden, indem der Kunde eine eingegangene Position durch Eingehen einer gegenläufigen

Position wirtschaftlich neutralisiere. Die Beschwerdeführerin stelle über (die Plattform) faktisch Rückkaufkurse und erleichtere das Eingehen von Glattstellungsgeschäften zudem mit der Funktion «Close». Dabei werde dem Kunden in Aussicht gestellt, er könne ein abgeschlossenes Geschäft zu einem späteren Zeitpunkt wieder neutralisieren und so den wirtschaftlichen Erfolg- bzw. Misserfolg eines Geschäfts zu einem beliebigen Zeitpunkt realisieren. Aus diesen Gründen folgert die Vorinstanz, über (die Plattform) würden OTC-Derivate nicht nur geschaffen, sondern es werde dem Kunden ein System zur Verfügung gestellt, das fortlaufend Abschlusspreise anzeige und so einen «Sekundär»-Handel durch das laufende Anbieten von Gegengeschäften erlaube.

5.

5.1 Kern der Streitsache ist die Auslegung und Anwendung von Art. 42 Bst. c FinfraG. Zu prüfen ist daher, ob, wie die Beschwerdeführerin verfigt, die bilateralen Devisentermingeschäfte über (die Plattform) bei richtiger Gesetzesauslegung nicht der OHS-Regulierung unterstünden (E. 5.3 ff.); dabei ist auch auf das Rundschreiben der Vorinstanz (FINMA RS 2018/01) und auf die Materialien zu diesem einzugehen (E. 5.8 und E. 6; vgl. E. 5.2.2), auf welche sich die Beschwerdeführerin beruft.

5.2

5.2.1 Ausgangspunkt der Auslegung ist der Wortlaut. Ist dieser nicht klar oder bestehen Zweifel, ob ein scheinbar klarer Wortlaut den wahren Sinn der Norm wiedergibt, so ist auf die übrigen Auslegungselemente zurückzugreifen. Vom klaren, eindeutigen und unmissverständlichen Wortlaut ist nur ausnahmsweise abzuweichen, so etwa, wenn triftige Gründe dafür vorliegen, dass der Wortlaut nicht den wahren Sinn der Norm wiedergibt. Ist der Text nicht klar und sind verschiedene Interpretationen möglich, muss nach seiner wahren Tragweite gesucht werden unter Berücksichtigung aller Auslegungselemente. Dabei ist namentlich auf die Entstehungsgeschichte, auf den Zweck der Norm, die ihr zugrunde liegenden Wertungen und ihre Bedeutung im Kontext mit anderen Bestimmungen (Gesetzessystematik) abzustellen (BGE 143 II 268 E. 4.3.1; 141 II 436 E. 4.1; 140 II 80 E. 2.5.3; 139 II 404 E. 4.2 und 137 III 217 E. 2.4.1). Die Gesetzesinterpretation kann ergeben, dass ein (scheinbar) klarer Wortlaut zu weit gefasst und auf einen an sich davon erfassten Sachverhalt nicht anzuwenden ist (*teleologische Reduktion*, vgl. BGE 143 II 268 E. 4.3.1; 141 V 191 E. 3; 140 I 305 E. 6.2; 131 V 242 E. 5.2; BVGE 2015/21 E. 5.2.1; zur teleologischen Reduktion s.

ERNST A. KRAMER/RUTH ARNET, Juristische Methodenlehre, 7. Aufl. 2024, S. 252 ff.). Gefordert ist die sachlich richtige Entscheidung im normativen Gefüge, ausgerichtet auf ein befriedigendes Ergebnis der ratio legis (BGE 140 I 305 E. 6.1; BVGE 2015/21 E. 5.2.1). Deren Ermittlung erfolgt nicht nach den eigenen, subjektiven Wertvorstellungen des Gerichts, sondern richtet sich nach den Vorgaben des Gesetzgebers (vgl. Art. 1 Abs. 2 ZGB). Der Balancegedanke des Prinzips der Gewaltenteilung bestimmt dabei nicht allein die Gesetzesauslegung im herkömmlichen Sinn, sondern führt auch zur Massgeblichkeit der gebräuchlichen Auslegungsmethoden für den Bereich richterlicher Normkorrektur, wenn ein (scheinbar) klarer Wortlaut einer Norm entweder auf dem Analogieweg auf einen davon nicht erfassten Sachverhalt ausgedehnt oder umgekehrt auf einen solchen Sachverhalt durch teleologische Reduktion nicht angewandt wird. Die Auslegung des Gesetzes ist zwar nicht entscheidend historisch zu orientieren, im Grundsatz aber dennoch auf die Regelungsabsicht des Gesetzgebers und die damit erkennbar getroffenen Wertentscheidungen auszurichten. Das Gesetzbindungspostulat schliesst richterliche Entscheidungsspielräume nicht grundsätzlich aus; es begrenzt indessen die Zulässigkeit der Rechtsfindung contra verba aber secundum rationem legis (BGE 140 I 305 E. 6.2; 128 I 34 E. 3b; BVGE 2015/21 E. 5.2.2). In diesem Sinne ist der zulässige Vorgang richterlicher Rechtsschöpfung, bei dem ein zu weit gefasster Wortlaut durch zweckgerichtete Interpretation eine restriktivere Deutung erfährt oder mittels teleologischer Reduktion eine verdeckte Lücke festgestellt und korrigiert wird, von der unzulässigen Berichtigung unechter Lücken zu unterscheiden (BGE 139 II 404 E. 4.2 und 128 I 34 E. 3b, je m.H.). Kein Platz für richterliche Lückenfüllung besteht, wenn der Gesetzgeber eine Frage stillschweigend im negativen Sinn mitentschieden hat (qualifiziertes Schweigen; BGE 132 III 470 E. 5.1 und 129 V 1 E. 4.1.1). Sind mehrere Lösungen möglich, ist die zu wählen, die den verfassungsrechtlichen Vorgaben am besten entspricht (BGE 140 I 305 E. 6.2; 134 II 249 E. 2.3; BVGE 2015/21 E. 5.2.2; 2007/41 E. 4.2).

5.2.2 Für Rundschreiben der FINMA gelten dieselben Grundsätze wie für Verwaltungsverordnungen von Bundesbehörden (Urteil B-4672/2017 vom 27. Februar 2020 E. 2.1.1). Es handelt sich bei diesen um generelle Dienst-anweisungen, in der die Verwaltung ihre Sicht der Gesetzesauslegung darlegt. Verwaltungsverordnungen statuieren keine neuen Rechte und Pflichten für Private, sondern stellen eine bloss Orientierung über die bisherige und künftig zu gewärtigende Behördenpraxis dar und dienen damit der Sicherstellung einer einheitlichen, gleichmässigen und sachrichtigen Praxis des Gesetzesvollzugs (vgl. BVGE 2010/33 E. 3.3.1; Urteil des BVGer

A-623/2021 vom 4. Februar 2022 E. 2.11.1). Solche Praxisfestlegungen sind für die als eigentliche Adressaten figurierenden Verwaltungsbehörden verbindlich, wenn sie nicht klarerweise einen verfassungs- oder gesetzeswidrigen Inhalt aufweisen (vgl. Urteile des BVGer A-2094/2022 vom 22. November 2022 E. 1.5.1, A-5601/2019 vom 6. Mai 2020 E. 1.7.1). An sich nicht verbindlich sind sie für die Gerichte, deren Aufgabe es ist, die Einhaltung von Verfassung und Gesetz im Einzelfall zu überprüfen (vgl. BGE 145 II 2 E. 4.3; Urteil des BVGer A-623/2021 vom 4. Februar 2022 E. 2.11.2). Die Gerichtsbehörden berücksichtigen Verwaltungsverordnungen bei ihrer Entscheidung jedoch mit, sofern diese eine überzeugende Konkretisierung der rechtlichen Vorgaben darstellen und eine dem Einzelfall angepasste und gerecht werdende Auslegung der anwendbaren Gesetzesbestimmungen zulassen (BGE 146 I 105 E. 4.1; 142 V 425 E. 7.2; 142 II 182 E. 2.3.3; 137 II 284 E. 5.2.2; BVGE 2024 IV 1 4.2.5). Dies gilt umso mehr hinsichtlich der im Gesetz angelegten Beurteilungs- und Ermessensspielräume, da es nicht Aufgabe der Gerichte ist, als Zweitinterpreten des der Verwaltungsverordnung zugrundeliegenden Erlasses eigene Zweckmässigkeitsüberlegungen an die Stelle des Vollzugskonzepts der zuständigen Behörde zu setzen (vgl. BGE 146 I 105 E. 4.1, 146 II 359 E. 5.3, 141 V 139 E. 6.3.1; BVGE 2010/33 E. 3.3.1, 2007/41 E. 3.3; Urteil B-4672/2017 vom 27. Februar 2020 E. 2.1.1). Frei überprüft das Gericht die von der Verwaltungsbehörde formulierte Gesetzeskonkretisierung jedoch, wenn diese eine Gesetzesanwendung *praeter verba legis* oder eine teleologische Reduktion, also die Nichtanwendung einer Gesetzesbestimmung auf einen vom Wortsinn erfassten Sachverhalt (*contra verba legis*) vorsieht (zur Unterscheidung KRAMER/ARNET, a.a.O., S. 205 ff.; vgl. Urteil des BVGer B-3873/2022 vom 17. Januar 2025 E. 4.1 m.w.H.).

5.3 Nach dem Wortlaut von Art. 42 Bst. c FinfraG gilt als (bilaterales) OHS: eine Einrichtung zum bilateralen Handel von Effekten oder anderen Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten bezweckt. Die Unterscheidung gegenüber Handelsplätzen wird durch das Begriffsmerkmal des *bilateralen* Handels verbürgt; bei Art. 42 Bst. a FinfraG durch den Vertragsabschluss nach *diskretionären* Regeln, bei Art. 42 Bst. b FinfraG dadurch, dass über solche OHS nichtdiskretionär mit Finanzinstrumenten gehandelt wird, die *keine Effekten* sind und an Handelsplätzen daher nicht gehandelt werden. Aus der Bezeichnung *organisiertes Handelssystem* und dem weiteren Wortlaut – Einrichtung zum Handel; Bezwecken des *Austauschs von Angeboten* – lassen sich dagegen kaum Anhaltspunkte darauf entnehmen, wodurch sich ein OHS von anderen Einrichtungen oder Dienstleistungen

unterscheidet, die auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten zum Gegenstand haben, die von der OHS-Regulierung aber gerade nicht erfasst werden sollten (vgl. Anhörungsbericht, Ziff. 1, 3.3 und 3.8). Insoweit ist der OHS-Begriff von Art. 42 FinfraG sehr weit gefasst, weswegen sich die Lehre auch mehrheitlich für dessen Eingrenzung durch die Behördenpraxis und Rechtsprechung auf dem Weg der Auslegung und teilweise der teleologischen Reduktion ausspricht (vgl. HUMBEL, a.a.O., S. 31, S. 33; O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42 N 22; SCHÄREN/DOBRAUS-SALDAPENNA/LIEBI, a.a.O., S. 194). Die Ausnahme für Primärmarkt-Transaktionen (FINMA-RS 2018/01 Rz. 25), deren Tragweite vorliegend umstritten ist, hat keine explizite Grundlage im Wortlaut. Zwar mag «Handelssystem» bereits eher auf ein Kaufen und Verkaufen von Finanzinstrumenten hindeuten, das über eine blosse erstmalige und einmalige Platzierung von neu geschaffenen Effekten hinausgeht (dahingehend O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42 N 29; vgl. Erläuterungsbericht der FINMA vom 28. September 2016 zum Entwurf des Rundschreibens FINMA-RS xx/2018 Organisierte Handelssysteme [nachfolgend: Erläuterungsbericht]). Zugleich erfasst im üblichen juristischen Fachsprachgebrauch der Begriff des *Handelns* mit Effekten und Finanzinstrumenten auch Primärmarktaktivitäten, wie sich an der Tatsache zeigt, dass das Emissionshaus (Art. 3 Abs. 2 aBEHV) und Derivat- haus (Art. 3 Abs. 3 aBEHV) im früheren Börsenrecht eine eigene Unterkategorie des Effektenhändlers (Art. 2 Bst. d aBEHG) bildeten (dazu etwa HANSPETER DIETZI/SANDRA LATOUR, Schweizerisches Börsenrecht, Basel 2002, S. 27, 50, 52). In der Kommunikation von Börsen, etwa der SIX Swiss Exchange, ist sodann von den Segmenten Primärmarkt und Sekundärmarkt die Rede. Daher muss sich die Geltung und Tragweite eines Ausnahmetatbestands für Primärmarkttransaktionen aus der weiteren (systematischen, teleologischen und historischen) Gesetzesauslegung ergeben.

5.4

5.4.1 In *systematischer Hinsicht* weist die Struktur der Finanzmarktgesetzgebung darauf hin, dass die OHS-Regulierung (Art. 42 ff. FinfraG) nicht auf Primärmarkttransaktionen abzielt. Im FinfraG findet der Primärmarkt, anders als im Bundesgesetz über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (FINIG; SR 954.1) und im Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (FIDLEG; SR 950.1), keine Erwähnung. Die einzigen Primärmarkt-Tatbestände, deren Erfassung durch das FinfraG in dessen Vorentwurf noch zur Diskussion stand, waren das Emissionshaus und das Derivat- haus nach Art. 3 Abs. 2 und 3 aBEHV (Bericht EFD FinfraG, S. 14 f., 17,

27 und 72), die letztlich in das FINIG überführt wurden und unter den Aufgaben von Wertpapierhäusern figurieren. Eine bewilligungspflichtige (Banken oder Wertpapierhäusern vorbehaltene; Art. 12 Bst. a FINIG) Emissionstätigkeit übt aus, wer gewerbsmässig Effekten Dritter öffentlich auf dem Primärmarkt anbietet (Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG), wobei Primärmarkt voraussetzt, dass Effekten in Frage stehen, die erstmals auf den Markt gelangen. Zweck und Merkmal der (Erst-)Emission ist in der Regel die Kapitalaufnahme (vgl. Urteile des BGer 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 vom 9. Oktober 2018 E. 2.3.2 m.H.). Ebenfalls nur Banken oder Wertpapierhäusern gestattet ist sodann die frühere Derivathaustätigkeit: das heisst, gewerbsmässig selbst Derivate in Form von Effekten zu schaffen, die für eigene oder fremde Rechnung öffentlich auf dem Primärmarkt angeboten werden (Art. 12 Bst. b FINIG i.V.m. Art. 44 Abs. 1 Bst. d FINIG). Die Tatsache, dass diese Primärmarktstätigkeiten im FINIG geregelt wurden, spricht eher für deren Ausnahme von der OHS-Regulierung. Die Ziele, die durch die OHS-Regulierung und insbesondere die Marktverhaltenspflichten nach Art. 44-46 FinfraG verfolgt würden, werden für diese im FINIG geregelten Tätigkeiten bereits durch andere spezialgesetzliche Regelungen adressiert. Dies ist namentlich in Bezug auf Emissionen der Fall: So ist bei öffentlichen Angeboten von Effekten vorgängig ein Emissionsprospekt zu veröffentlichen (Art. 35 Abs. 1 FIDLEG), das durch inhaltliche Anforderungen (Art. 40 FIDLEG) die Transparenz über preisbildungsrelevante Informationen sichert, wie sie bei Handelsplätzen und OHS über die Handelstransparenzpflicht (Art. 29 FinfraG respektive Art. 46 FinfraG) gewährleistet wird. Zudem sieht Art. 58 FIDLEG die Pflicht zur Erstellung eines Basisinformationsblatts vor. Die Vorhandelstransparenzpflicht (d.h. die Angabe verbindlicher Kurse als Preisangebote) wäre bei Emissionsvorgängen zweckwidrig, da die definitiven Preise der zu emittierenden Effekten regelmässig erst während der Zeichnungsfrist bestimmt werden (vgl. Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz [FIDLEG] und zum Finanzinstitutsgesetz [FINIG] vom 4. November 2015 [BBI 2015 8901; nachfolgend Botschaft FIDLEG und FINIG], 8975 f., zu Art. 42 Abs. 4 E-FIDLEG). Auch in Bezug auf die Vermeidung von Interessenkonflikten, die für OHS durch Art. 44 FinfraG bezweckt wird, existieren bereits andere, auch auf Primärmarkttransaktionen anwendbare Bestimmungen (siehe Art. 25 FIDLEG; vgl. Art. 8 Abs. 2 Bst. b FIDLEG; Art. 17-18 FIDLEG). Auch dies spricht gegen die Erfassung eigentlicher Primärmarkttransaktionen durch Art. 42 FinfraG.

5.4.2 Keine direkten Rückschlüsse auf die Tragweite der OHS-Regulierung lassen sich aus der Regelung zur Plattformhandelspflicht (Art. 112-115 Fin-

fraG) ziehen. Die Pflicht von Gegenparteien, Derivate über einen Handelsplatz oder ein OHS zu handeln (Art. 112 Abs. 1 FinfraG), gilt mit Ausnahme von Geschäften mit oder unter kleinen Gegenparteien (Art. 112 Abs. 2 FinfraG) für Derivate, welche die Vorinstanz in Berücksichtigung bestimmter Kriterien zu bezeichnen hat (Art. 113 Abs. 1 Bst. a-e FinfraG). Die Auferlegung der Plattformhandelspflicht ist nach Art. 113 Abs. 3 Bst. b FinfraG aber ausgeschlossen für Währungsswaps und -termingeschäfte, soweit sie Zug um Zug (*payment versus payment*) abgewickelt werden. Die Bestimmung gewährleistet, dass solche Währungsswaps und -termingeschäfte weiterhin *auch* ausserhalb von Handelsplätzen und OHS möglich bleiben. Dies schliesst entgegen der Lesart der Beschwerdeführerin aber nicht aus, dass Plattformen für bilaterale Devisentermingeschäfte dieser Art als OHS gemäss Art. 42 Bst. c FinfraG qualifiziert werden können, zumal nicht dieselben Regulierungssachverhalte in Frage stehen. Der Ausschluss der Plattformhandelspflicht für Devisentermingeschäfte nach Art. 113 Abs. 3 Bst. b FinfraG liegt daran, dass bei diesen Geschäften die zusätzliche Zwischenschaltung einer zentralen Gegenpartei zur Absicherung der für diese Geschäfte massgeblichen Risiken nicht notwendig erscheint (Botschaft FinfraG BBl 2014 7511 f.). Da die OHS-Regulierung auf andere Schutzzwecke ausgerichtet ist, folgt aus dem Nichtvorliegen von Risiken, die mit der Plattformhandelspflicht adressiert werden, keineswegs, dass bei solchen Devisentermingeschäften kein OHS gemäss Art. 42 FinfraG vorliegen könne (vgl. O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42 N 24, die davon ausgehen, dass Derivate in Bezug auf Währungen in den Anwendungsbereich von Art. 42 ff. FinfraG fallen, ungeachtet dessen, ob die Derivate physisch [Zug-um-Zug] oder mittels Barabgeltung beglichen werden).

5.5

5.5.1 In *teleologischer Hinsicht* lässt sich zunächst bestätigen, was bereits aus der Systematik hervorgeht: Es ergäbe keinen Sinn, Wertpapierhäuser bei Ausübung bewilligungspflichtiger (Art. 12 Bst. a FINIG) Emissionstätigkeiten (Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG) zusätzlich als organisierte Handelssysteme zu betrachten, da eine solche Doppelregulierung zur Realisierung der Schutzzwecke nicht nötig und im Einzelnen auch unpraktikabel wäre. Analoges gilt, wenn eine Bank oder ein Wertpapierhaus selbst Derivate im Sinn von Art. 44 Abs. 1 Bst. d FINIG schafft und «in Form von Effekten» (Art. 12 Bst. b FINIG) öffentlich auf dem Primärmarkt anbietet. Hinzu kommt, dass eines der Kernziele der neuen Regulierung der Handelssysteme im FinfraG die Verwirklichung einer grundlegenden Funktion des *Sekundärmarktes* ist,

nämlich die Gewährleistung einer effizienten Zusammenführung von Angebot und Nachfrage in einzelnen Finanzinstrumenten auf Basis einer zuverlässigen Preisbildung (vgl. CLAUDE HUMBEL, Die Regelung der Vor- und Nachhandelstransparenz in der Europäischen Union und der Schweiz, Zürich 2019, S. 23). Teleologisch fundiert ist damit jedenfalls eine Ausnahme für Primärmarkttransaktionen im engen Sinn.

5.5.2 Entscheidend für die Konkretisierung des gesetzlichen OHS-Begriffs mit Ausnahmetatbeständen sowie für die Begrenzung der Ausnahmetatbestände sind die Schutzzwecke, die mit Art. 42-46 FinfraG realisiert werden sollen: der Schutz der Anleger und Plattform-Nutzer; der Schutz der Funktion der Finanzmärkte (Botschaft FinfraG, 7539-7541). Dabei ist eine wirtschaftliche Betrachtungsweise einzunehmen, die als Aspekt der teleologischen Auslegung im Wirtschaftsverwaltungsrecht von besonderer Bedeutung ist (vgl. BGE 136 II 304 E. 5.4, 7.9; PETER NOBEL, Die wirtschaftliche Betrachtungsweise im Recht, SJZ 113/2017 S. 457, S. 462 ff.; PETER V. KUNZ, AJP 2010 S. 1475, S. 1479; SUSAN EMMENEGGER/AXEL TSCHENTSCHER, Berner Kommentar, Schweizerisches Zivilgesetzbuch Band Nr. I/1, Einleitung und Personenrecht, Art. 1–9 ZGB, Bern 2012, Art. 1 N 329). In einer Gesamtbetrachtung ist auf die realen Umstände abzustellen, um den faktischen Gegebenheiten und der Zielsetzung des Finanzmarktrechts gerecht zu werden (vgl. Urteil des BGer 2C_565/2010 vom 14. April 2011 E. 3.1; Urteil des BVGer B-2714/2018 vom 4. Februar 2022 E. 5.5.1 m.w.H.). Aus der wirtschaftlichen Betrachtungsweise und der Berücksichtigung der Ziele der OHS-Regulierung folgt, dass es keine Rolle spielen kann, in welcher Form Finanzinstrumente gehandelt werden, solange die zu schützenden Interessen (der Anleger und Nutzer, der Funktion des Marktes) unabhängig von der Form betroffen sind. Dies ist relevant für die streitgegenständlichen Devisentermingeschäfte: Die Funktionsweise des Marktes für solche Derivate sieht nicht vor, dass eine bestehende Position sozusagen mit ihrem Rechtskleid (d.h. dem Finanzkontrakt) wie ein Wertpapier weiter- oder zurückverkauft werden könnte. Wer eine per Devisentermingeschäft entstandene Position schliessen will, wird stattdessen ein neues Devisentermingeschäft mit gegenläufigen Parametern eingehen, wodurch das bestehende Geschäft wirtschaftlich neutralisiert und faktisch glattgestellt wird; so kann eine per Devisentermingeschäft eingegangene Exposition gegenüber einer Währung faktisch überwunden werden. Dass Devisentermingeschäfte auf diese Weise funktionieren, kann für sich allein nicht ausschliessen, dass ein organisiertes Handelssystem vorliegt. Angesichts der Tatsache, dass Devisentermingeschäfte den grössten und liquidesten Finanz-

markt weltweit bilden und zu dessen Preisbildung beitragen, ist bei Plattformen, auf denen Derivatgeschäfte auch wieder glattgestellt werden können, funktional von einer Art Sekundärmarkt auszugehen, sodass die Plattform gegebenenfalls ein organisiertes Handelssystem i.S.v. Art. 42 FinfraG ist. Soweit sich die Ausnahme für Primärmarkttransaktionen aus der Auslegung des Gesetzes ergibt, erstreckt sie sich nicht auf Einrichtungen, die neben der Möglichkeit des systematischen Eingehens von Derivatpositionen auch das wirtschaftliche Neutralisieren (Glattstellen) bestehender Derivatpositionen ermöglicht. Dies ist, wie gesagt, Ausdruck der wirtschaftlichen Betrachtungsweise, mit der auch verhindert wird, dass regulatorische Vorschriften zum Nachteil der Anleger, Gläubiger und anderer Finanzmarktteilnehmer durch beliebig gestaltbare formalrechtliche Konstrukte unterwandert werden können (vgl. Urteil des BGer 2C_352/2016 vom 9. Dezember 2016 E. 3.2).

5.5.3 Festzuhalten ist sodann, dass der OTC-Derivatehandel ein zentraler Regelungsgegenstand des FinfraG ist. Mit dessen Unterstellung kann zu einer erweiterten Handelstransparenz im Effekten- und Derivatehandel beigetragen werden, was zur Preisbildungsqualität und damit zur Realisierung der Kernfunktion des Sekundärmarkts beiträgt. Angesichts der gestiegenen Zahl und Vielfältigkeit der verfügbaren Handelsplattformen und damit der Fragmentierung der Märkte setzt dies eine erweiterte Geltung der Handelstransparenzpflichten voraus. Zudem sollte die OHS-Regulierung unter anderem die Problematik von *Dark Pools* adressieren (vgl. Botschaft FinfraG 7499, 7530, 7541), also von Plattformen, die sich durch fehlende Vorhandelstransparenz und eingeschränkte Nachhandelstransparenz auszeichnen (vgl. THOMAS HOCHSTRASSER, Dark Pools im Spannungsfeld zwischen Transparenz und Anonymität, in: AJP 2016 S. 305, S. 305 f.); auch dies spricht gegen die generelle Ausnahme bilateraler OTC-Derivate vom Anwendungsbereich von Art. 42 Bst. c FinfraG. Schliesslich sind bilaterale Plattformen für Devisentermingeschäfte nicht vor Störungen (z.B. Hochfrequenzhandel) des nach Art. 45 FinfraG (vgl. Art. 41 i.V.m. Art. 31 FinfraV) zu gewährleistenden geordneten Handels gefeit; auch dies spricht gegen eine diesbezügliche Reduktion des OHS-Begriffs von Art. 42 Bst. c FinfraG. Zuletzt spricht gegen eine generelle Ausnahme bilateraler OTC-Derivate auch die Erfassung des multilateralen OTC-Derivatehandels durch Art. 42 Bst. a oder b FinfraG, zumal der Gesetzgeber auch zu fairen Wettbewerbsbedingungen unter den verschiedenen Handelsplattformen (*Level playing field*) beitragen wollte (Botschaft FinfraG, 7530, 7541). So sollten systemunabhängig für ähnliche Geschäfte mit ähnlichen Finanzinstrumenten vergleichbare Anforderungen gelten (vgl. bereits IOSCO, Regulatory issues

raised by changes in market structure – final report, 13.12.2013, <www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>, zuletzt abgerufen am 12. August 2025). Soweit die Unterschiede zwischen multilateralen und bilateralen Systemen nach einer Differenzierung verlangen, kann diese auf der Ebene der Konkretisierung der Marktverhaltenspflichten erfolgen; dies ist denn auch bereits der Fall, wie die Regelung der Handelstransparenzpflichten nach Art. 42 Abs. 2 FinfraV und Art. 43 Abs. 2 FinfraV belegen.

5.6

5.6.1 Die *historische Auslegungsmethode* spricht ebenfalls dafür, Primärmarkttransaktionen im engen Sinn vom Anwendungsbereich von Art. 42 FinfraG auszunehmen, da der Gesetzgeber die Bewilligungspflicht für das öffentliche Anbieten von Effekten auf dem Primärmarkt (öffentliches Anbieten von neu geschaffenen Effekten respektive von selbst geschaffenen Derivaten) getrennt von den Handelsplattformen regelte – entgegen dem Vorentwurf (dazu Bericht EFD FinfraG S. 17 und S. 27) nicht im FinfraG, sondern im FINIG. Darüber hinaus lassen sich der historischen Auslegung Hinweise auf die vom Gesetzgeber angestrebte Tragweite von Art. 42 FinfraG entnehmen. Ihm ging es dabei einerseits darum, zur Wahrung der Wettbewerbsfähigkeit und Sicherstellung des Zugangs hiesiger Akteure (insb. der Börse) zum EU-Markt die internationalen Standards in einer Weise umzusetzen, die mit der Regulierung der Handelsplattformen in der EU kompatibel ist. Folglich war in den parlamentarischen Beratungen wiederholt argumentiert worden, die Regulierung der Finanzmarktinfrastrukturen im FinfraG solle zu jener in der EU äquivalent sein. Zugleich wurde Wert darauf gelegt, Schweizer Eigenheiten zu wahren: So sollte die traditionell starke Selbstregulierung weiterhin ihren Raum haben; ebenso geht aus der Erläuterung zum Vorentwurf, der Botschaft und der parlamentarischen Debatte zum FinfraG hervor, dass der Gesetzgeber Handelssysteme nur soweit als OHS erfassen wollte, als zur Erreichung der Regulierungsziele nötig (Botschaft FinfraG 2024 7509-7512; siehe auch 7495-7498; 7581; 7630; 7632; vgl. Bericht EFD FinfraG, S. 14 und S. 27; Votum BR Widmer-Schlumpf, AB 2015 S 340; O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42, S. 631 f. Rz. 5 und 8). Mit der Definition bilateraler Handelsplattformen im Besonderen sollte, trotz des weiten Wortlauts, gemäss Botschaft dementsprechend gerade nur «teilweise» dessen EU-rechtliches Pendant – der systematische Internalisierer – erfasst werden. Eine Gesetzesinterpretation, nach der Art. 42 FinfraG eine gegenüber dem EU-Recht noch weitergehende Regulierung von Handelsplattformen zur Folge hätte, widerspräche dem

historischen Gesetzgebungswillen und drohte im Ergebnis zu einem Wettbewerbsnachteil zu führen, dessen Verhinderung gerade ein zentrales Ziel der Regulierung war. Festzuhalten ist damit, dass die historische Auslegungsmethode eine restriktive Anwendung von Art. 42 Bst. c FinfraG stützt und es somit rechtfertigt, hilfsweise die EU-Regulierung bilateraler Plattformen (hiernach, E. 5.6.2) zu berücksichtigen, um zu gewährleisten, dass die Vollzugspraxis zur OHS-Regulierung im FinfraG nicht über das Gesetzgebungsziel hinausschiesst. Welche Arten von Handelsplattformen im Lichte dieser Gesetzgebungsabsicht und der teleologischen Auslegung von Art. 42 Bst. c FinfraG unter einen Ausnahmetatbestand fallen können, wird die Vorinstanz durch ihre Einzelfallpraxis konkretisieren müssen. Die sogleich darzulegende EU-Regulierung fungiert dabei als Anhaltspunkt, indem der Schweizer Gesetzgeber gegenüber diesem eine gewisse Kompatibilität gewährleisten, aber nicht dessen Regulierungsmass überschreiten wollte.

5.6.2 In der EU führten die neuen Entwicklungen und internationalen Standards (E. 3.2) unter anderem zur Verordnung 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (*EMIR*), zur revidierten Richtlinie für Märkte und Finanzinstrumente (Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU [nachfolgend: *MiFID II*]) und zur Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (nachfolgend: *MiFIR*). Ziel war unter anderem die Erhöhung der Stabilität und der Transparenz der Finanzmärkte. Um sicherzustellen, dass der Handel mit Finanzprodukten möglichst nur auf regulierten Handelsplätzen stattfindet, wurde als neue Regulierungskategorie die *organised trading facility* (nachfolgend: OTF) eingeführt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II); diese ist in der EU den Handelsplätzen zugeordnet, zu denen zudem die *multilateral trading facility* (Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II; nachfolgend: MTF) und der geregelte Markt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II; entsprechend der Börse gemäss Art. 26 Bst. b FinfraG) zählen. Die EU-rechtlichen MTF und OTF unterscheiden sich dabei teilweise von den MHS und OHS des FinfraG (dazu ausführlich SCHÄREN/DOBRAUS-SALDAPENNA/LIEBI, a.a.O., S. 195 f.; vgl. O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42, S. 634 Rz. 16): Ein MTF bezeichnet ein System für multilateralen Handel, bei dem die Kaufs- und Verkaufsinteressen Dritter nach nichtdiskretionären Regeln zusammengeführt werden, wobei an MTF (anders als an MHS nach Art. 26 Bst. c FinfraG) auch mit Finanzinstrumenten gehandelt werden kann, die keine Effekten sind; in dieser Hinsicht entsprechend der OHS gemäss Art. 42 Bst. b FinfraG. EU-rechtliche OTF wiederum sind wie OHS gemäss Art.

42 Bst. a FinfraG Einrichtungen für *multilateralen* Handel, die sich durch die Zusammenführung von Kundenaufträgen nach *diskretionären* Regeln auszeichnen. Neben Art. 42 Bst. b FinfraG geht der OHS-Begriff des FinfraG somit auch hinsichtlich der Tatbestandsvariante von Art. 42 Bst. c FinfraG über den EU-rechtlichen OTF-Begriff hinaus, da OTF, MTF und geregelte Märkte stets Plattformen für multilateralen Handel sind (Art. 4 Abs. 1 Nr. 21-23 MiFID II; siehe überdies Art. 19 Abs. 5 MiFID II für MTF, Art. 47 Abs. 2 MiFID II für geregelte Märkte, Art. 20 Abs. 3 MiFID II für OTF). Das EU-rechtliche Pendant zu bilateralen OHS ist dagegen, wie gesagt, der systematische Internalisierer (vgl. SCHÄREN/DOBRAUS-SALDAPENNA/LIEBI, a.a.O., S. 196, 198; O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42 N 28; Erläuterungsbericht, Ziff. 1 S. 6), der in Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II definiert ist und nicht als Handelsplatz gilt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II, e contrario).

5.6.3 Art. 42 Bst. c FinfraG zielt «teilweise» darauf ab, den systematischen Internalisierer des EU-Rechts zu erfassen (FinfraG BBI 2014, 7539 f.). Nach der bis am 27. März 2024 gültigen Fassung von Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II bezeichnet der systematische Internalisierer ein Wertpapierunternehmen, das *in organisierter und systematischer Weise* häufig und in *erheblichem Umfang* Handel für eigene Rechnung treibt, wenn es Kundenaufträge ausserhalb von Handelsplätzen ausführt, ohne ein multilaterales System zu betreiben (Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II). Ein systematischer Internalisierer ist eine Single-Dealer-Plattform, auf der die Nutzer Finanzkontrakte mit dem Wertpapierunternehmen abschliessen können, das die Plattform betreibt. Die Lieferverpflichtung aus den Finanzkontrakten erfüllt der systematische Internalisierer dabei aus vorhandenen Eigenbeständen oder durch das Eingehen von Deckungsgeschäften (vgl. Erwägungsgründe der Europäischen Kommission zu MiFID II; HUMBEL, a.a.O., S. 33; ZULAUF/KUHN, Finanzmarktrecht in a nutshell, 2021, 2. Aufl., S. 88, Vertiefungsbox 22). Da die systematische Internalisierung den Marktpreis beeinflussen kann, gelten für sie ähnliche Vorschriften wie für OTF (vgl. O. FAVRE/S. KRAMER, a.a.O., Art. 42, S. 631 Rz. 4; S. JUNGO/O. ZIBUNG, D. ROTH et al., Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, vor Art. 4, S. 191 f. Rz. 51 ff.). Für systematische Internalisierer gelten namentlich auch – mit gewissen Erleichterungen – Handelstransparenzvorschriften (Art. 14 f. und Art. 18 MiFIR; ausführlich dazu PETER VON HALL, Vorhandelstransparenzpflichten für Systematische Internalisierer, GesKR 2015 S. 497, S. 500 ff.). Durch die Erfassung bilateraler Plattformen als OHS (Art. 42 Bst. c FinfraG) sollten diese namentlich auch zur Handelstransparenz (Art. 46 FinfraG; Art. 42 f. FinfraV) verpflichtet werden. Nicht übernommen wurden jedoch die quantitativen Abgrenzungskriterien:

In der EU musste bis im Januar 2025 anhand von Schwellenwerten ermittelt werden, ob der Handel mit einem bestimmten Finanzinstrument *in erheblichem Umfang* erfolgt; die Schwellenwerte betrafen unter anderem den Anteil des internalisierten Finanzinstruments am EU-Gesamthandelsvolumen mit diesem Finanzinstrument. Festgelegt wurden diese Schwellenwerte in der delegierten Verordnung (EU) 2017/565. Die für die Berechnung benötigten aggregierten Daten wurden von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority; nachfolgend: ESMA) zur Verfügung gestellt. Den bilateral handelnden Wertpapierunternehmen oblag es, vierteljährlich mittels solcher Berechnungen abzuklären, ob sie hinsichtlich der gehandelten Finanzinstrumente systematische Internalisierer waren, oder sich freiwillig der Regulierung für systematische Internalisierer unterstellen.

5.6.4 Mit Richtlinie (EU) 2024/790 des europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Februar 2024 zur Änderung von MiFID II wurde die Legaldefinition der systematischen Internalisierung geändert und das Kriterium «in erheblichem Umfang» gestrichen (Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II, am 28. März 2024 in Kraft getretene Fassung). Die Legaldefinition systematischer Internalisierer ähnelt nun stärker jener bilateraler OHS nach Art. 42 Bst. c FinfraG. Mit der Änderung fiel das Erfordernis der umstrittenen, weil aufwendigen Schwellenwert-Berechnungen dahin (Erwägungsgrund 7 Richtlinie [EU] 2024/790). Die ESMA teilte bereits im Januar 2025 mit, sie werde die für die Berechnungen der Schwellenwerte benötigten aggregierten Daten nicht mehr publizieren (ESMA, 24. Januar 2025, Start of DPE regime on 3 February and end of publication of Systematic Internalisers data: <www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/start-dpe-regime-3-february-and-end-publication-systematic-internalisers-data> zuletzt abgerufen am 1. Dezember 2025). Die Mitgliedsstaaten mussten ihrerseits die Änderungen spätestens im September 2025 in ihrer Gesetzgebung umgesetzt haben, sodass deren Aufsichtsbehörden spätestens seither keine Schwellenwert-Berechnungen mehr einfordern (Art. 2 Richtlinie [EU] 2024/790). Im gleichen Zusammenhang wurde die Regulierung systematischer Internalisierer hinsichtlich der Nachhandelstransparenzpflichten teilweise durch das Regime der *Designated Publishing Entity* abgelöst, einer Rechtsfigur, die mit Art. 21a MiFIR eingeführt wurde (kurz: DPE; vgl. die hiervor zitierte Mitteilung der ESMA). Unternehmen, denen der Status als DPE zuerkannt wird, veröffentlichen die Handelsdaten über *Approved Publication Arrangements* (APA), was die Einheitlichkeit und Qualität der publizierten Daten verbessern soll. Eine Einschränkung der Geltung von Handelstransparenzpflichten wurde mit dieser Änderung nicht bezweckt. Da der Gesetzgeber

mit Art. 42 Bst. c FinfraG nicht das Regulierungsmass der EU überschreiten wollte, spricht die historische Auslegung gegen die Anwendung dieser Bestimmung auf bilaterale Systeme, die in der EU nicht ebenfalls (sei es als systematische Internalisierer oder gegebenenfalls als DPE) zu den regulierten bilateralen Systemen zählen würden; etwa mangels systematischen Handelns oder unwesentlichem Anteil am Gesamtmarkt mit dem betroffenen Finanzinstrument. Dass bloss sporadische, quantitativ begrenzte Handelstätigkeiten, die naturgemäss mit geringeren Risiken einhergehen, nicht erfasst werden sollten, zeigt sich bereits am Bericht des Departements zum Vorentwurf des FinfraG (vgl. Bericht EFD FinfraG, S. 26). Während die historische Auslegung somit eine einschränkende Auslegung der Legaldefinition von Art. 42 Bst. c FinfraG rechtfertigt, folgt aus ihr jedoch keine Gleichsetzung bilateraler OHS mit systematischen Internalisierern, zumal letztere nur «teilweise» erfasst werden sollten. Dennoch lässt sich die Regulierung der Handelsplattformen und systematischer Internalisierer in der EU angesichts der Bemühung des FinfraG-Gesetzgebers um Äquivalenz zu diesem als Auslegungs- und Konkretisierungshilfe berücksichtigen.

5.7 Zusammenfassend ergibt sich aus der systematischen, teleologischen und historischen Auslegung in mehrerer Hinsicht eine gewisse Eingrenzung des nach dem Wortlaut von Art. 42 FinfraG weiten OHS-Begriffs. Dies betrifft in erster Linie eigentliche Primärmarkttransaktionen (also z.B. Erstplatzierungen/Emissionen zur Kapitalaufnahme i.S.v. Art. 44 Abs. 1 Bst. c FINIG), die nicht unter die OHS-Regulierung fallen. Zudem ergab die Auslegung, dass Plattformen, auf denen bloss sporadisch oder in unerheblichem Umfang gehandelt wird, nicht als OHS zu qualifizieren sind, da sich in Bezug auf solche Plattformen kein Schutzbedürfnis aktualisiert. Anhaltspunkte dafür, dass überdies der Handel mit bilateralen OTC-Derivaten (u.a. Devisentermingeschäften) von Art. 42 Bst. c FinfraG auszunehmen wäre, liefert das Gesetz nicht. Dass der bilaterale Handel mit OTC-Derivaten ab einer gewissen Grösse Daten generiert, die (bei Handelstransparenz) zur Qualität der Preisbildung der Finanzmärkte beitragen, spricht gegen die Ausnahme solcher Geschäfte von Art. 42 Bst. c FinfraG. Auf jeden Fall fehlt es an triftigen Gründen für eine solche Ausnahme contra verba legis (zu den Anforderungen der teleologischen Reduktion, BGE 142 I 135 E. 1.1.1; 131 III 314 E. 2.2; 121 III 219; KRAMER/ARNET, a.a.O., S. 252 ff.).

5.8 Vorstehende Gesetzesauslegung deckt sich mit der Gesetzeskonkretisierung im Rundschreiben FINMA-RS 2018/01. Auf die darin zur präziseren Erfassung der OHS-Rechtsfigur(en) ausgeführten, teilweise detaillierten Kriterien ist nun einzugehen.

5.8.1 Gemäss Rundschreiben setzt die Einstufung eines Systems als OHS drei positive Kriterien voraus (FINMA-RS 2018/01 Rz. 7-15): Auf einem OHS soll der Handel nach einem für die Teilnehmer *einheitlichen und verpflichtenden Regelwerk* erfolgen. Ein solches liegt vor, wenn für alle Benutzer gleiche, im Voraus festgelegte Regeln für die Nutzung des Systems, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und den Handel zwischen Benutzern oder zwischen dem Betreiber und den Benutzern bestehen. Der Handel muss zeitlich im Voraus geplant und im Rahmen von sich wiederholenden Abläufen vorgenommen werden. Der bloss spontan oder ad hoc erfolgende Handel nach nicht im Voraus definierten Regeln ist laut Rundschreiben nicht erfasst (FINMA-RS 2018/01 Rz. 7 f; Erläuterungsbericht Ziff. 2.2.1; Anhörungsbericht Ziff. 3.3). Es kommt zum *Vertragsabschluss innerhalb des Geltungsbereichs* des Regelwerks (FINMA-RS 2018/01 Rz. 9-13): das heisst, Angebot und Annahme finden innerhalb des Systems statt (FINMA-RS 2018/01 Rz. 9-13; Erläuterungsbericht Ziff. 2.2.1), Einrichtungen, die nicht auf einen Vertragsabschluss innerhalb des Systems ausgerichtet sind, auf denen insoweit nicht gehandelt wird, sind keine OHS (FINMA-RS 2018/01 Rz. 10; für bilaterale OHS: RS 2018/01 Rz. 13; vgl. Erläuterungsbericht Ziff. 2.2.1 S. 8 f.; Botschaft FinfraG, BBl 2014 7483, 7539). Die *Initiative zum Handel* geht auch oder kann auch von den Teilnehmern ausgehen (FINMA-RS 2018/01 Rz. 14 f.).

5.8.2 Überdies wird der OHS-Begriff mit der Klarstellung eingegrenzt, dass an OHS mit Effekten oder anderen Finanzinstrumenten des *Sekundärmarkts* gehandelt wird (FINMA-RS 2018/01 Rz. 24), und *Primärmarkttransaktionen* von der OHS-Regulierung nicht erfasst seien (FINMA-RS 2018/01 Rz. 25, Satz 1). Dieser Ausnahmetatbestand für Primärmarkttransaktionen verhindert eine überschüssende, zur Realisierung der Schutzzwecke nicht erforderliche Gesetzesanwendung. Auch obige Gesetzesauslegung (Systematik und Teleologie) begründet die Ausnahme für typische Primärmarkttransaktionen. *Die nötige Begrenzung des Ausnahmetatbestands wird im Rundschreiben durch die Bedingung gewährleistet, dass für die platzierten Finanzinstrumente keine Rückkaufkurse gestellt werden* (vgl. FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 Satz 2; Erläuterungsbericht, Ziff. 2.2.5). Der Ausschluss der Primärmarkt-Ausnahme bei Stellen von Rückkaufkursen kann eine gesetzeskonforme und dem Einzelfall gerecht werdende Vollzugspraxis ermöglichen. Die Ausnahme von Primärmarktgeschäften schöpft ihre Rechtfertigung insbesondere aus der teleologischen Erkenntnis, dass eine Anwendung der OHS-Vorschriften auf eigentliche Primärmarktaktivitäten unnötig, unpassend und teilweise schlicht nicht realisierbar wäre; diese Erkenntnis spricht jedoch nicht für eine Ausweitung der Ausnahme auf Transaktionen

und Handelsformen, die eine *funktionale Ähnlichkeit zu Sekundärmarktaktivitäten* aufweisen und auf welche die OHS-Vorschriften (z.B. zur Handelstransparenz oder Gewährleistung des geordneten Handelns) zweckmässig Anwendung finden könnten. Auch die Systematik spricht für ein restriktives Primärmarkt-Verständnis bei Prüfung des Ausnahmetatbestands. Das Gegenteil gilt für das Stellen von Rückkaufkursen; dieses Kriterium ist aus den gleichen Gründen weit zu fassen: Entscheidend ist die systematische Gewährleistung einer Rückverkaufsmöglichkeit. Dadurch können Plattformen unter Umständen auch OHS sein, wenn die einzelnen Käufe und Verkäufe auf der Plattform rein formal Primärmarkttransaktionen wären.

5.8.3 Zu bilateralen OTC-Derivaten äussert sich das Rundschreiben selbst nicht. Neben der Zuordnung der auf OHS gehandelten Effekten und Finanzinstrumente zum *Sekundärmarkt* (FINMA-RS 2018/01 Rz. 24) und der Nichterfassung von Primärmarkttransaktionen (FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 Satz 1) wird als weiterer Ausnahmetatbestand festgehalten: auch nicht erfasst ist der Verkauf von speziell für einen Kunden erstellten (quasi massgeschneiderten) Finanzinstrumenten, wenn während der Laufzeit des Produktes keine Rückkaufkurse gestellt werden (FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 Satz 2; Erläuterungsbericht, Ziff. 2.2.5). Erst im Anhörungsbericht führt die Vorinstanz zum überarbeiteten Rundschreiben aus: die *Schaffung* von Derivaten durch bilateralen Vertrag falle nicht unter den Begriff des Sekundärmarktes und bilaterale OTC-Derivatverkäufe unterstünden daher nicht der OHS-Regelung (Anhörungsbericht, Ziff. 3.9 S. 14 f.). Hieraus folgt aber nicht, dass die Vorinstanz einen generellen Ausnahmetatbestand für bilaterale OTC-Derivate in Aussicht gestellt hätte. Eine Ausnahme für bilaterale OTC-Derivate käme als Teilgehalt der Ausnahme für Primärmarkttransaktionen zudem nur zur Anwendung, wenn kein Stellen von Rückkaufkursen (i.S.v. RS 2018/01 Rz. 25 Satz 2) vorliegt. Des Weiteren hielt die Vorinstanz ausdrücklich fest, dass Primärmarkttransaktionen mit anschliessender Rückkaufsmöglichkeit nicht grundsätzlich vom Geltungsbereich der OHS-Regulierung ausgenommen wären (Anhörungsbericht, Ziff. 3.8 S. 14). Zudem stellte sie mit Verweis auf die Verwendung des Begriffs «Verkäufer» statt «Emittent» in FINMA-RS 2018/01 Rz. 25 klar, dass das Kriterium des Stellens von Rückkaufkursen auch für nicht emittierte Finanzinstrumente gilt, «wie beispielsweise bilateral vereinbarte Derivatkontrakte (OTC-Derivate)» (Anhörungsbericht, Ziff. 3.8 S. 14). Zusammenfassend lässt sich der Vorinstanz nicht zusinnen, sie habe bilaterale OTC-Derivate grundsätzlich von der OHS-Regulierung ausnehmen wollen. Aus den Erläuterungen des Rundschreibens zu den Pflichten der Betreiber bilateraler OHS geht zudem hervor, dass die Vorinstanz ein Gegengeschäft, mit dem eine bestehende

Position geschlossen wird, als eine Form von «Rückkauf» betrachtet (Anhörungsbericht, Ziff. 3.10, S. 17). Zusammenfassend ist nicht ersichtlich, dass die Vorinstanz bilaterale OTC-Derivate generell von der OHS-Regulierung hätte ausnehmen wollen; selbst wenn es der Fall wäre, müsste sich eine solche Ausnahme zumindest bereits aus dem Gesetz und seiner Auslegung ergeben können, was nicht der Fall ist. Überdies folgt aus dem Dargelegten, dass auch die Vorinstanz von einem weiten Verständnis des Kriteriums des Stellens von Rückkaufkursen ausging – entsprechend der gebotenen, wirtschaftlichen Betrachtungsweise.

5.8.4 Der OHS-Begriff im Rundschreiben FINMA-RS 2018/01 respektiert, wie dargelegt, die gesetzlichen Grundlagen (E. 5.3-5.7). Der Berücksichtigung des Rundschreibens nach den dargelegten Grundsätzen (E. 5.2.2, m.H.) steht nichts entgegen.

5.9 Zu prüfen bleibt nun, ob (die Plattform) in Bezug auf die Devisentermingeschäfte ein bilaterales OHS (Art. 42 Bst. c FinfraG) im dargelegten Sinn (E. 5.3-5.8) ist.

5.9.1 Es handelt sich bei (der Plattform) um eine Einrichtung zum bilateralen Handel von Finanzinstrumenten, die den Austausch von Angeboten bezweckt. Nutzer (der Plattform) können mit der Beschwerdeführerin als Betreiberin der Plattform bilateral Devisentermingeschäfte eingehen und auf diese Weise mit OTC-Derivaten (Art. 2 Bst. c FinfraG) handeln. OTC-Derivate fallen als Finanzinstrumente (Art. 3 Bst. a Ziff. 5 FIDLEG) grundsätzlich in den Anwendungsbereich von Art. 42 FinfraG. Die Begriffsmerkmale von OHS gemäss Rundschreiben liegen ebenfalls vor (Art. 42 Bst. c FinfraG und RS 2018/01 Rz. 5-15): Über (die Plattform) wird ein im Voraus planbarer, systematischer Handel rund um die Uhr von Sonntag 21:00 bis Freitag 23:00 ermöglicht und mit technischen Funktionen erleichtert. Im System werden laufend Kurse für Devisentermingeschäfte publiziert. Bei Übermittlung einer Offerte basierend auf den publizierten Kursen erfolgt in der Regel umgehend ein Devisentermingeschäft mit der Betreiberin der Plattform. Die Nutzung der Plattform setzt neben einer Bankverbindung mit der Beschwerdeführerin den Abschluss eines Vertrags über die Nutzung der Plattform voraus. Darin werden Bedingungen und Abläufe der Benutzung des Systems im Vorfeld für alle Beteiligten einheitlich festgelegt. Somit erfolgt der Handel auf (der Plattform) nach einem einheitlichen, verpflichtenden Regelwerk (FINMA-RS 2018/01 Rz. 7). An diesem zeigt sich, dass das System nicht bloss eine Handelstätigkeit ad hoc ermöglicht, son-

dem einen im Voraus planbaren Handel nach sich wiederholenden Abläufen, der systematisch, in erheblichem Umfang stattfindet – worauf auch der erhebliche generierte Umsatz hinweist (CHF 94.9 Mrd. im Jahr 2020). Die Handelstätigkeit auf der Plattform unterscheidet sich deutlich von einem bloss sporadischen Abschluss von OTC-Derivatgeschäften, wie er auch über Kanäle wie Online-Banking, Telefon, Telefax oder E-Mail möglich ist. Da die Nutzer über (die Plattform) Finanzkontrakte abschliessen, kommt es zum Vertragsabschluss innerhalb des Geltungsbereichs des Regelwerks (Art. 42 Bst. c FinfraG i.V.m. FINMA-RS 2018/01 Rz. 9 ff.). Zudem kann die Initiative zum Handel auch von den Benutzern ausgehen (FINMA-RS 2018/01 Rz. 14 f.).

5.9.2 Die auf (der Plattform) abgeschlossenen Devisentermingeschäfte fallen nicht unter den Ausnahmetatbestand für Primärmarkttransaktionen (im engen Sinn) gemäss FINMA-RS 2018/01 Rz. 25. Die Beschwerdeführerin stellt den Nutzern der Plattform ein System mit fortlaufenden Kursstellungen zur Verfügung, das einen Sekundärmarkt-äquivalenten Handel mit den betroffenen OTC-Derivaten ermöglicht. Dabei können Nutzer bestehende Positionen durch das Eingehen gegenläufiger Geschäfte faktisch jederzeit neutralisieren, was ihnen durch die *Close*-Funktion erleichtert wird. Damit wird den Nutzern in Aussicht gestellt, eine eingegangene Position jederzeit wieder schliessen zu können, durch Abschluss eines Geschäfts mit umgekehrten Parametern, was funktional einem Rückverkauf ähnelt. Aus Sicht der Nutzer der Plattform besteht dadurch eine Erwartung, ein einmal abgeschlossenes Geschäft zu einem späteren Zeitpunkt mittels «Glattstellungsgeschäft» neutralisieren und damit den wirtschaftlichen Erfolg- bzw. Misserfolg des Geschäfts realisieren zu können. Hieraus folgte die Vorinstanz zu Recht, es würden (faktisch) Rückkaufskurse gestellt, wodurch funktional Sekundärmarkthandel vorliegt. Unbeachtlich ist, ob die Beschwerdeführerin jeweils wisse, ob ihre Kunden ein bestimmtes Geschäft mit der Absicht abschliessen, ein bestehendes Geschäft wirtschaftlich zu neutralisieren. Es ist kein Begriffsmerkmal von OHS, dass die Betreiberin Kenntnis der Absichten der Plattformnutzer hat; hierauf kann es mit Blick auf die Schutzzwecke auch gar nicht ankommen.

5.9.3 An der Einstufung der Devisentermingeschäfte auf (der Plattform) als OHS vermag das Argument der Beschwerdeführerin nichts zu ändern, wonach (die Plattform) kein OHS sei, weil, wie die Vorinstanz im Anhörungsbericht zum Rundschreiben klargestellt habe, bilaterale OTC-Derivate generell von Art. 42 Bst. c FinfraG ausgenommen seien. Der Beschwerdeführerin ist entgegenzuhalten, dass die Gesetzesauslegung von Art. 42 Bst. c

FinfraG massgeblich ist, die nun aber gegen die postulierte Ausnahme bilateraler OTC-Derivate von der OHS-Regulierung spricht. Eine solche Ausnahme lässt sich nicht als überzeugende, einzelfallgerechte Auslegung von Art. 42 Bst. c FinfraG betrachten, solange die damit einhergehende Reduktion des Anwendungsbereichs der Vorschrift nicht teleologisch begründbar ist. Eine solche teleologische Begründung ist nicht ersichtlich, da die Ausnahme aller bilateralen OTC-Derivate die Regulierungsziele (u.a. Handelstransparenz) nicht voranbrächte, sondern eher hemmte. Selbst wenn sich die von der Beschwerdeführerin verfochtene Ausnahme aus dem Rundschreiben ergäbe, bände diese das Gericht nicht. Wie oben ausgeführt, dienen Verwaltungsverordnungen (u.a. das Rundschreiben) primär den Vollzugsbehörden als Auslegungshilfe und können, falls publiziert, Orientierung über die Behördenpraxis bieten. Das Gericht berücksichtigt Verwaltungsverordnungen bei der Entscheidung hingegen nur mit, wenn diese eine überzeugende Konkretisierung der rechtlichen Vorgaben darstellen und eine dem Einzelfall angepasste, gerecht werdende Auslegung der anwendbaren Gesetzesbestimmungen zulassen (E. 5.2.2); dies gilt erst recht auch für blosse Materialien der Verwaltungsverordnungen (in casu dem Anhörungsbericht). Schliesslich ist festzuhalten, dass der Anhörungsbericht die von der Beschwerdeführerin verfochtene Ausnahmeregelung so auch gar nicht stützen würde. Zwar wird in diesem eine gewisse Ausnahme für die Schaffung von bilateralen OTC-Derivaten postuliert, doch sind deren Konturen unklar: Dass sämtliche bilateralen OTC-Derivate unter die Ausnahme fielen, auch hochgradig standardisierte Devisentermingeschäfte, mit denen ein hochfrequenter Handel möglich ist, lässt sich – im Einklang mit der Gesetzesauslegung – nicht behaupten.

5.9.4 Auch die übrigen Einwände der Beschwerdeführerin verfangen nicht. Aus der Tatsache, dass Nutzer (der Plattform) ebenfalls über unregulierte Kanäle wie Telefon, Telefax, E-Mail und E-Banking Angebote für OTC-Derivatgeschäfte an die Beschwerdeführerin eingeben könnten, folgt keineswegs, dass es an einem Unterstellungsbedürfnis fehle. Denn die Risiken, die mit der OHS-Regulierung (Art. 42-46 FinfraG) adressiert werden, rühren nicht nur von der Natur der Finanzinstrumente her, sondern von der organisierten und systematischen Form des Handels mit solchen Finanzinstrumenten, die organisierte Handelssysteme auszeichnet. Auch der Einwand, dass die Plattform (...) nur von nicht schutzbedürftigen professionellen und institutionellen Kunden benutzt werde, ändert nichts an der Einstufung als OHS, zumal die OHS-Regulierung nicht nur unerfahrene Anleger, sondern alle betroffenen Anleger und Teilnehmer des ausserhalb von Handelsplätzen erfolgenden, organisierten Handels mit Finanzinstrumenten

sowie die Funktion der Finanzmärkte schützt. Für die Publikation der Abschlüsse auf der Plattform (Nachhandelstransparenzpflicht; Art. 43 FinfraV) ist es zum Beispiel völlig irrelevant, ob diese mit erfahrenen oder unerfahrenen Nutzern getätigt wurden; und an Vorkehrungen zur Verhinderung von Interessenkonflikten (Art. 44 FinfraG) können auch professionelle und institutionelle Kunden legitime Interessen haben. Auch lässt sich nicht sagen, dass (wegen der Erfahrung oder Grösse der Kunden) keinerlei Abhängigkeitsverhältnis bestehe, weil Kunden für Glattstellungsgeschäfte auch auf Angebote anderer Anbieter ausweichen könnten. Wie die Vorinstanz zu Recht einwendete, ist ein Ausweichen von Kunden auf andere Institute für Glattstellungsgeschäfte in der praktischen Realität unwahrscheinlich, weil der Kunde aufgrund bestehender Risikolimiten und Sicherheiten ein Interesse daran habe, die Glattstellung beim gleichen Vertragspartner zu machen, und der Kunde sich bei Abschluss eines Gegengeschäfts bei einem anderen Institut einem zusätzlichen Gegenparteirisiko aussetzen würde, für das keine «Verrechnungsoption» aufgrund bisheriger Geschäfte mit der Beschwerdeführerin bestünde. Insofern besteht eine faktische Abhängigkeit auch erfahrener Kunden von der Preisstellung auf der Plattform (...), deren Betreiberin – die Beschwerdeführerin – eigene Interessen wahrnimmt und hinsichtlich der Grundlagen der Preisstellung über einen erheblichen Informationsvorsprung verfügt.

6.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Einstufung (der Plattform) durch die Vorinstanz als bilaterales OHS im Sinne von Art. 42 Bst. c FinfraG vor dem Bundesrecht standhält. Nach dem Gesagten ist die angefochtene Verfügung bundesrechtlich nicht zu beanstanden. Die Beschwerde erweist sich als unbegründet und ist demzufolge abzuweisen.

7.

7.1 Bei diesem Verfahrensausgang gilt die Beschwerdeführerin als unterliegend, weshalb ihr die Verfahrenskosten in Höhe von Fr. 10'000.– aufzuerlegen sind (Art. 63 Abs. 1 VwVG).

7.2 Ausgangsgemäss ist der unterliegenden Beschwerdeführerin keine Parteientschädigung zuzusprechen (Art. 64 Abs. 1 VwVG, Art. 7 Abs. 1 des Reglements vom 21. Februar 2008 über die Kosten und Entschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht [VGKE, SR 173.320.2]), sodass der entsprechende Antrag der Beschwerdeführerin abzuweisen ist.

Demnach erkennt das Bundesverwaltungsgericht:

1.

Die Beschwerde wird abgewiesen.

2.

Der Beschwerdeführerin werden Verfahrenskosten von Fr. 10'000.– auferlegt. Nach Eintritt der Rechtskraft des vorliegenden Urteils wird der einbezahlte Kostenvorschuss von Fr. 10'000.– zur Bezahlung dieser Verfahrenskosten verwendet.

3.

Es wird keine Parteientschädigung zugesprochen.

4.

Dieses Urteil geht an die Beschwerdeführerin und die Vorinstanz.

Für die Rechtsmittelbelehrung wird auf die nächste Seite verwiesen.

Der vorsitzende Richter:

Der Gerichtsschreiber:

Christoph Errass

Matthias Uffer

Rechtsmittelbelehrung: Gegen diesen Entscheid kann innert 30 Tagen nach Eröffnung beim Bundesgericht, 1000 Lausanne 14, Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten geführt werden (Art. 82 ff., 90 ff. und 100 BGG). Die Frist ist gewahrt, wenn die Beschwerde spätestens am letzten Tag der Frist beim Bundesgericht eingereicht oder zu dessen Händen der Schweizerischen Post oder einer schweizerischen diplomatischen oder konsularischen Vertretung übergeben worden ist (Art. 48 Abs. 1 BGG). Die Rechtsschrift hat die Begehren, deren Begründung mit Angabe der Beweismittel und die Unterschrift zu enthalten. Der angefochtene Entscheid und die Beweismittel sind, soweit sie die beschwerdeführende Partei in Händen hat, beizulegen (Art. 42 BGG).

Versand: 10. Juli 2026

Zustellung erfolgt an:

- die Beschwerdeführerin (Gerichtsurkunde)
- die Vorinstanz (Gerichtsurkunde)