



54-0641: Beratung betreffend die Übermittlung von Datensignalen im Zusammenhang mit dem Hochfrequenzhandel bei der SIX Swiss Exchange AG

Dieser Beratung lag eine Anfrage der SIX Swiss Exchange AG («SIX») an das Sekretariat der Wettbewerbskommission («Sekretariat») zugrunde, im Rahmen derer SIX um die kartellrechtliche Beurteilung ihres Vorhabens, im Bereich ihrer Finanzhandelsplattform für den Datentransfer vom Einspeisepunkt zum Co-Location-Service für Low Latency-Verbindungen eine Einheitsverbindung bereitzustellen, ersucht hat. Diese Beurteilung durch das Sekretariat erfolgte im Rahmen einer Beratung nach Art. 23 Abs. 2 KG¹.

1. Vorbemerkungen

1. Eine erste rudimentäre Einschätzung hat [...] das Sekretariat [SIX] bereits mit E-Mail vom 25. März 2022 gegeben. Diese wird nachfolgend auf [...] Ersuchen [von SIX] hin schriftlich begründet. Basis für die Einschätzung sind die Ausführungen von SIX in der Beratungsanfrage.

2. Der guten Ordnung halber [hält das Sekretariat] fest, dass mit dem Instrument der Beratung generell zwei Vorbehalte verbunden sind: Erstens erfolgt eine kartellrechtliche Beurteilung vorliegend einzig auf Basis der von SIX gemachten Angaben. Im Rahmen einer Beratung tätigt das Sekretariat seinerseits keine Sachverhaltsabklärungen. Zusätzliche oder abweichende tatsächliche Gegebenheiten können zu einer anderen Beurteilung führen. Zweitens [weist das Sekretariat] darauf hin, dass [mit vorliegender Beratung] alleine die Einschätzung des Sekretariats wiedergegeben wird. Die Wettbewerbskommission wird dadurch nicht gebunden.

3. Zudem bleibt für den konkreten Fall anzufügen, dass das Sekretariat gemäss Art. 23 KG Unternehmen zu Fragen zu «diesem Gesetz», das heisst zum Kartellgesetz, berät. Für die in casu aufgeworfenen finanzmarktrechtlichen Fragestellungen erscheint das Gefäss der kartellrechtlichen Beratung an sich nichtzutreffend. Da aber in der Beratungsanfrage ein potenzieller Kompetenzkonflikt zwischen der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA («FINMA») und den Wettbewerbsbehörden in den Raum gestellt wird, macht es durchaus Sinn, dass sich das Sekretariat trotzdem mit diesen Fragestellungen befasst, zumal je nach Antwort auf diesen ersten Fragekomplex die Wettbewerbsbehörden für die Beurteilung in der Angelegenheit zuständig sein könnten.

2. Anwendbarkeit des KG und Zuständigkeit der Wettbewerbsbehörden

4. Die Anwendung des Kartellgesetzes wird eingeschränkt, soweit Vorschriften auf einem bestimmten Markt keinen Wettbewerb zulassen (sogenannte vorbehaltene Vorschriften, Art. 3 Abs. 1 KG). Grundsätzlich liegt dem Kartellgesetz der Gedanke einer möglichst umfassenden Wettbewerbsordnung zugrunde. Der Anwendungsbereich des Gesetzes ist dementsprechend weit.² Aus diesem Grund sind vorbehaltene Vorschriften im Sinne von Art. 3 KG restriktiv

¹ Bundesgesetzes vom 6.10.1995 über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz, KG; SR 251).

² MARKUS SCHOTT, in: Basler Kommentar zum Kartellgesetz, Amstutz/Reinert (Hrsg.), 2. Auflage 2021, Art. 3 N 1.

auszulegen und Regelungen, welche dem Kartellgesetz vorgehen sollen, müssen ausdrücklich in der betroffenen gesetzlichen Vorschrift enthalten sein.³ Es ist jeweils zu fragen, ob der Gesetzgeber beabsichtigte, mit einer konkreten Regulierung den Wettbewerb für einen bestimmten Wirtschaftsbereich geradezu auszuschliessen.⁴ Abgesehen von solchen Sachverhalten, bei denen das Gesetz nicht angewendet werden kann und Vorgänge und Verhaltensweisen von den Wettbewerbsbehörden nicht analysiert werden können, sind die Wettbewerbsbehörden zur Beurteilung einer Fragestellung auch dann nicht zuständig, wenn der Gesetzgeber diese Kompetenz abschliessend und vollumfänglich einer anderen Behörde zugewiesen hat (Art. 18 Abs. 3 KG).⁵

5. Das Sekretariat hat bereits in der Vergangenheit im Zusammenhang mit der Fusion der Börsen festgehalten, dass es für die damals untersuchten relevanten Märkte keine Vorschriften gab, die Wettbewerb nicht zulassen würden. Hingegen wurde festgestellt, dass gewisse Vorschriften bestehen, welche insofern wettbewerbsrelevant sind, als dass sie in bestimmten Bereichen prokompetitive Elemente ausdrücklich festhalten, allen voran die Vorschriften zu Nichtdiskriminierung und zum offenen Zugang zu den Dienstleistungen der Börsen.⁶

6. In der vorliegenden Beratungsanfrage werden ebenfalls Fragen im Zusammenhang mit den Bestimmungen zum offenen und diskriminierungsfreien Zugang zu den Dienstleistungen der Börse aufgeworfen. Diese Vorschriften sind hauptsächlich wettbewerbspolitisch motiviert, da viele Finanzmarktinfrastrukturen Merkmale eines Monopols aufweisen. Ein wesentlicher Grund dafür liegt darin, dass der Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen typischerweise mit sehr hohen Fixkosten verbunden ist. Unter anderem für die Abwicklung von Wertpapiergeschäften steht deshalb auf einem bestimmten Markt häufig nur ein einziges System zur Verfügung. Die sich daraus ergebende Marktmacht einzelner Finanzmarktinfrastrukturen wird durch gesetzliche Verpflichtungen der Teilnehmer, für die Abwicklung bestimmter Transaktionen eine Finanzmarktinfrastuktur in Anspruch zu nehmen, zusätzlich akzentuiert.⁷ Der Grundsatz des offenen und diskriminierungsfreien Zugangs soll sicherstellen, dass Finanzmarktinfrastrukturen ihre Marktmacht nicht missbrauchen, um einen Teilnehmer zu benachteiligen. Die Pflicht, offenen und diskriminierungsfreien Zugang zu gewähren, stellt mithin die aufsichtsrechtliche Antwort auf fehlenden oder ungenügenden Wettbewerb und die damit einhergehenden Missbrauchsmöglichkeiten dar.⁸ Die Botschaft rechtfertigt den Grundsatz des offenen Zugangs darüber hinaus auch mit der Absicht, den Wettbewerb zwischen Finanzmarktinfrastrukturen zu fördern und die Effizienz ihrer Dienstleistungen zu steigern, wobei in der Lehre umstritten ist, ob der Grundsatz des offenen Zugangs für sich alleine tatsächlich zur Stärkung des Wettbewerbs oder zu effizienteren Dienstleistungen führt.⁹

7. Gemäss Art. 4 Abs. 1 FinfraG¹⁰ benötigen Finanzmarktinfrastrukturen, worunter die SIX als Börse fällt (Art. 2 lit. a Ziff. 1 FinfraG), eine Bewilligung der FINMA. Die Bewilligung wird gemäss Art. 5 FinfraG erteilt, wenn die antragstellende Finanzmarktinfrastuktur alle

³ RPW 2006/3, 443 Rz 18, *Börsenpflicht der SWX*. Ferner: BGE 129 II 497, 516 E. 3.3.3, *Entreprises électriques fribourgeoises*.

⁴ RPW 2006/3, 443 Rz 16, *Börsenpflicht der SWX*.

⁵ SIMON BANGERTER, in: Basler Kommentar zum Kartellgesetz, Amstutz/Reinert (Hrsg.), 2. Auflage 2021, Art. 18 N 37 f.

⁶ RPW 2007/4, 564 Rz 32, *SWX Group/Verein SWX Swiss Exchange/SIS Swiss Financial Services Group AG/Telekurs Holding AG*.

⁷ Zum Ganzen: HANS KUHN, in: Basler Kommentar Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastukturgesetz, Watter/Bahar (Hrsg.), 3. Auflage 2018, Art. 18 FinfraG N 2.

⁸ BSK FINMAG/FinfraG-KUHN (Fn 7), Art. 18 FinfraG N 3.

⁹ Botschaft vom 3.9.2014 zum Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG), BBl 2014 7483, 7523. Vgl. für Meinungen aus der Lehre: OLIVER ZIBUNG/SARAH JUNGO/DANIEL ROTH, in: Schulthess Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz FinfraG, Sethe et al. (Hrsg.), 2017, Art. 18 N 2; BSK FINMAG/FinfraG-KUHN (Fn 7), Art. 18 FinfraG N 3.

¹⁰ Bundesgesetz vom 19.6.2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG; SR 958.1).

Voraussetzungen des 1. Abschnitts des 1. Kapitels des 2. Titels des FinfraG erfüllt. Ob die Bewilligungsvoraussetzungen erfüllt sind, entscheidet die FINMA als Bewilligungsbehörde. Insbesondere muss die Finanzmarktinfrastruktur gemäss Art. 18 Abs. 1 FinfraG einen diskriminierungsfreien und offenen Zugang zu ihren Dienstleistungen gewährleisten. Das Gesetz sieht vor, dass dieser Zugang beschränkt werden kann, wenn dadurch die Sicherheit oder die Effizienz gesteigert werden und diese Wirkung durch andere Massnahmen nicht erreicht werden kann (Art. 18 Abs. 2 lit. a FinfraG). Ob eine unzulässige Zugangsbeschränkung vorliegt, entscheidet ebenfalls die FINMA, entweder im Rahmen des Bewilligungsverfahrens, oder – wenn die Zugangsbeschränkung nachträglich eingeführt werden soll – im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit.

8. Macht eine Finanzmarktinfrastruktur für die Rechtfertigung einer Zugangsbeschränkung Effizienzgründe geltend, hört die FINMA gemäss Art. 17 Abs. 3 FinfraV¹¹ im Rahmen ihrer Beurteilung die Wettbewerbskommission («WEKO») an. Dabei handelt es sich nicht um einen formlosen Austausch, sondern um eine Anhörung gemäss Art. 62a ff. RVOG¹². Auch für dieses Anhörungsverfahren bestehen demnach klare gesetzliche Vorgaben, insbesondere für den Fall, dass die FINMA und die Wettbewerbskommission keine Einigung finden sollten, wobei die Entscheidbarkeit bei der FINMA als Leitbehörde verbleibt (Art. 62b Abs. 3 RVOG).

9. *Damit sei hier auch gleich der Vorbehalt angebracht, dass die vorliegende Beratungsantwort eine Stellungnahme der WEKO im Rahmen einer Anhörung gemäss Art. 17 Abs. 3 FinfraV nicht ersetzen kann.*

10. Der Gesetzgeber hat für die Überprüfung von Zugangsbeschränkungen zu den Dienstleistungen von Finanzmarktinfrastrukturen einen klaren Weg vorgegeben, für den ebenso klare Verfahrensvorschriften gelten. Der diskriminierungsfreie und offene Zugang, den die Finanzmarktinfrastrukturen zu gewährleisten haben, stellt eine Bewilligungsvoraussetzung dar, die von der Finanzmarktinfrastruktur dauernd einzuhalten ist und es ist primär Sache der FINMA, im Einzelfall zu überprüfen, ob die Bewilligungsvoraussetzungen auch mit einer Zugangsbeschränkung nach wie vor gegeben sind und falls nicht, den ordnungsgemässen Zustand wiederherzustellen.¹³ Die aufsichtsrechtliche Tätigkeit der FINMA schliesst aber ein Aktivwerden der Wettbewerbsbehörden nicht aus. Die Befugnisse der WEKO gemäss Kartellgesetz treten in einem solchen Fall neben jene der FINMA.¹⁴

11. Wie bereits erwähnt, hat das Sekretariat im Rahmen dieser Beratungsanfrage – wie üblich – keine eigenen Sachverhaltsabklärungen vorgenommen. Das Sekretariat geht jedoch mit den Ausführungen von SIX in Rz 38 der Beratungsanfrage nicht einig und ist der Ansicht, dass eine – parallele – Kompetenz der Wettbewerbsbehörden gegeben ist. Selbst wenn die vorliegende zu beantwortende Frage in den Regulierungsrahmen von Art. 18 FinfraG und Art. 17 Abs. 3 FinfraV fallen sollte, ist es den Wettbewerbsbehörden nicht verwehrt, die Ausgestaltung einer Zugangsbeschränkung auf deren Konformität mit dem Kartellrecht hin zu überprüfen. Nur wenn eine konkrete Zugangsbeschränkung das Verfahren gemäss Art. 18 Abs. 2 FinfraG und Art. 17 Abs. 3 FinfraV durchlaufen hat und sowohl von der Wettbewerbskommission für effizient als auch von der FINMA als zulässig erachtet wurde, erscheint diese Verhaltensweise einer zusätzlichen Überprüfung durch die Wettbewerbsbehörden – nach Massgabe von Art. 7 KG – nicht zugänglich. Alle anderen Verhaltensweisen einer Finanzmarktinfrastruktur sind aber einer Überprüfung durch die Wettbewerbsbehörden nicht entzogen. Am Ergebnis der

¹¹ Verordnung vom 25.11.2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV; SR 958.11).

¹² Regierungs- und Verwaltungsorganisationsgesetz vom 21.3.1997 (RVOG; SR 172.010).

¹³ BSK FINMAG/FinfraG-KUHN (Fn 7), Art. 18 FinfraG N 31.

¹⁴ SK FinfraG-ZIBUNG/JUNGO/ROTH (Fn 9), Art. 18 N 15; Erläuterungsbericht des EFD vom 5.11.2015 zur Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV), 14. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass unter Umständen auch dem Preisüberwacher Kompetenzen zukommen.

Beratung ändert dies aber insofern nichts, da auch im Rahmen einer Prüfung nach Art. 7 KG Effizienzgründe berücksichtigt werden können.

3. Missbräuchliches Verhalten

a) Vorbemerkungen

12. Bei dieser Ausgangslage ist das Verhalten von SIX nach Massgabe von Art. 7 KG zu prüfen, für etwas Anderes bietet die Beratungsanfrage keine Grundlage.

13. Vorab ist festzuhalten, dass das Sekretariat grundsätzlich mit SIX davon ausgeht, dass das Einrichten der Einheitsverbindung keine Beschränkung des offenen und diskriminierungsfreien Zugangs zu ihren Dienstleistungen darstellt (Art. 18 Abs. 1 FinfraG). Eine Diskriminierung liegt vor, wenn Teilnehmer, welche die Dienstleistungen einer Finanzmarktinfrastruktur direkt in Anspruch nehmen, in einer vergleichbaren Situation ungleich behandelt werden oder wenn die Teilnahmevoraussetzungen zwar einheitlich statuiert aber in der Sache nicht gerechtfertigt sind, weil sie zu streng sind, so dass die Zielsetzung von Art. 18 FinfraG unterlaufen wird.¹⁵

14. Beides hat das Sekretariat vorliegend – zumindest basierend auf den in der Beratungsanfrage zur Verfügung gestellten Informationen – nicht festgestellt: Vor und nach dem Einrichten der Einheitsverbindung werden Marktteilnehmer, die sich in gleichen Situationen befinden, gleichbehandelt. Für Marktteilnehmer, die auf die schnellste Verbindung nicht angewiesen sind, ändert sich nichts, da die weniger schnellen Anbindungsmöglichkeiten an die Matching Engine der Börsen nach wie vor angeboten werden. Aber auch diejenigen Marktteilnehmer, welche die schnellste Verbindung nachfragen – so ebenfalls Marktteilnehmer in einer vergleichbaren Situation –, werden gleichbehandelt, indem ihnen allen nur die eine schnellste Verbindung angeboten wird. Ob die Anforderungen an den Zugang zur Einheitsverbindung im Einzelnen zu streng sind, kann das Sekretariat nicht beurteilen; dazu reichen die Ausführungen tatsächlicher Natur in der Beratungsanfrage nicht aus. SIX betont in der Beratungsanfrage aber mehrfach, den Zugang zu dieser schnellsten Verbindung allen interessierten Marktteilnehmern gleichermaßen nach den Prinzipien der Offenheit, Fairness und Diskriminierungsfreiheit sowie zu angemessenen Bedingungen zur Verfügung zu stellen, was aus wettbewerblichen Gesichtspunkten zu begrüssen ist.

15. Bei dieser Ausgangslage wäre das Vorhaben von SIX einer Überprüfung durch die Wettbewerbsbehörden indes nicht entzogen – im Gegenteil: Während für das Verfahren zur Überprüfung einer Zugangsbeschränkung finanzmarktrechtlich ein klares Verfahren normiert ist, müssen sich Verhaltensweisen der SIX, die sich nicht darunter subsumieren lassen, gleichwohl an den kartellrechtlichen Normen messen lassen. Vor diesem Hintergrund kann nicht alleine die Tatsache, dass die Finanzmarktinfrastrukturregularien für einen konkreten Fall eine Kompetenzzuteilung vornehmen, jegliches Verhalten der SIX mit kartellrechtlicher Immunität ausstatten.

b) Ausführungen von SIX in der Beratungsanfrage

16. SIX führt aus, dass bezüglich des Angebots von schnellen Datenverbindungen keine wesentliche Wettbewerbsbeschränkung oder gar -beseitigung entstehe, weil die Beschränkung nur eine ganz bestimmte Datenverbindung betreffe und keinen Einfluss auf andere schnelle Datenverbindungen zwischen Börsenhandelsplätzen oder anderen Branchen, welche auf schnelle Datenverbindungen angewiesen seien, habe. Es werde mit der Einheitsverbindung sichergestellt, dass keine – vorwiegend durch exogene, technische und nicht beeinflussbare Faktoren begründete – Diskriminierungen entstehen können. Die Einheitsverbindung stelle keine Zugangsbeschränkung dar, sondern sei vielmehr Voraussetzung, dass der

¹⁵ SK FinfraG-ZIBUNG/JUNGO/ROTH (Fn 9), Art. 18 N 4.

Börsenhandel auf den Plattformen der SIX überhaupt im Sinne der regulatorischen Vorgaben betrieben werden könne.

17. Das Einrichten der Einheitsverbindung hat gemäss Ausführungen in der Beratungsanfrage zur Folge, dass nur *eine* schnellste Verbindung zur Handelsplattform besteht, die von SIX selbst betrieben wird. Wie in der Beratungsanfrage ausgeführt, sind einer Einheitsverbindung beschränkende Elemente inhärent, indem alternative Verbindungen auf der Route der Einheitsverbindung nicht angeboten werden können und somit Wettbewerb gar nicht entstehen kann. Andere schnelle Datenverbindungen zwischen Börsenhandelsplätzen oder präziser der Zugang zum Co-Location-Service der Börse seien vom Vorhaben der SIX nicht betroffen und würden weiterhin angeboten; eine unsachliche Monopolisierung des Zugangs zu den Dienstleistungen von SIX finde demnach nicht statt. Gemäss Ausführungen in der Beratungsanfrage sind nicht alle Marktteilnehmer für ihre Handelsaktivitäten auf diese schnellsten Verbindungen, die über die Einheitsverbindung laufen, gleichermassen angewiesen. Für Marktteilnehmer mit Niedriglatenzstrategien (beispielweise Market Maker und Liquidity Provider), seien diese schnellsten Verbindungen aber essentiell.

c) *Einschätzung des Sekretariats*

18. Gemäss Ausführungen in der Beratungsanfrage sind für den Hochfrequenzhandel gerade von Derivaten die schnellsten Verbindungen zwischen zwei Börsenplätzen entscheidend. Diese Verbindungen zwischen den zwei Börsen werden von der SIX – allenfalls gemeinsam mit anderen Handelsplätzen – betrieben und stehen allen Marktteilnehmern gleichermassen zur Verfügung. Allerdings muss ein Marktteilnehmer auch an die Signalquelle bei der SIX angebunden werden, um von den schnellen Verbindungen zwischen den Börsenplätzen profitieren zu können. Wenn nun SIX auf diesem schnellsten Pfad eine Einheitsverbindung einrichtet, verhindert sie damit, dass ein anderer Anbieter eine gleich schnelle oder schnellere Verbindung anbieten kann, weil die «Erstanbindung» an die SIX und damit an die Datenquelle für den Marktteilnehmer gar nicht in derselben Geschwindigkeit angeboten werden kann; dieser Zugang wird von der Einheitsverbindung der SIX blockiert.

19. Die Ausführungen von SIX in der Beratungsanfrage zeichnen das Bild, dass die Einheitsverbindung die einzige Möglichkeit sei, den Hochfrequenzhandel im Einklang mit dem Kartellrecht betreiben zu können. Das dem nicht so ist, zeigt ein Blick auf ausländische Börsenmärkte, wo ein Wettbewerb zwischen High Frequency Tradern («HFT») um die schnellste Verbindung grundsätzlich existiert. Damit sei noch nicht gesagt, dass dies auch eine volkswirtschaftlich effiziente Lösung wäre, aber immerhin, dass der Hochfrequenzhandel durchaus auch ohne solche Einheitsverbindungen unter Respektierung der börsen- und kartellrechtlichen Vorgaben betrieben werden kann.¹⁶

20. Damit kann zumindest *a priori* nicht ausgeschlossen werden, dass – eine marktbeherrschende Stellung vorausgesetzt¹⁷ – mit dem Einrichten der Einheitsverbindung durch SIX

¹⁶ Vgl. dazu insbesondere die Überlegungen und Belegstellen weiter unten in Kapitel 4. c).

¹⁷ Bereits im Rahmen des Schlussberichts des Sekretariats vom 13.6.2006 zur Vorabklärung betreffend Börsenpflicht der SWX wurde festgehalten, dass es für Investoren auf dem Schweizer Markt «keine oder nur sehr begrenzte Alternativen zur SWX» gebe und somit «starke Indizien [bestehen], dass die SWX eine marktbeherrschende Stellung auf dem Schweizer Markt für den Handel börsenkotierter Wertpapiere von schweizerischen Unternehmen inne» hatte (RPW 2006/3, 443 Rz 39, *Börsenpflicht der SWX*). Zwar betrifft die vorliegende Beratungsanfrage gemäss Ausführungen in der Beratungsanfrage nicht den Handel mit Wertpapieren, sondern diesen Dienstleistungen vor- und nachgelagerte Aktivitäten, nämlich den Informationszugang zu den Börsendienstleistungen – präziser definiert wird der betroffene Markt in der Beratungsanfrage nicht. Da aber auch heute in der Schweiz nebst der SIX nach wie vor nur die BX Swiss eine Bewilligung zum Betrieb einer Börse besitzt, dürften im Vergleich mit der Situation, wie sie in RPW 2006/3, 443 Rz 38, *Börsenpflicht der SWX* festgestellt wurde, keine grundsätzlichen Unterschiede vorliegen. Es dürften demnach nach wie vor starke Indizien dafür bestehen, dass SIX –

kartellrechtlich relevantes Verhalten vorliegt. Im Ergebnis kann diese Frage aber offengelassen werden, da nach der Ansicht des Sekretariats *prima facie* sachliche Gründe gegeben sind, die das Verhalten von SIX als gerechtfertigt erscheinen lassen.

4. Sachliche Gründe

a) Vorbemerkungen

21. Ein Verhalten eines marktbeherrschenden Unternehmens ist nur dann missbräuchlich, wenn es sich nicht durch sachliche Gründe, sog. *legitimate business reasons*, rechtfertigen lässt. Als solche sachlichen Rechtfertigungsgründe kommen einerseits betriebswirtschaftliche und andererseits – zumindest nach herrschender Lehre und Praxis – Effizienzgründe in Frage.¹⁸ Eine Effizienzrechtfertigung ist möglich, wenn durch eine an sich unzulässige Verhaltensweise Effizienzvorteile erzielt werden, wodurch die wettbewerbsbeschränkenden Auswirkungen aufgewogen werden.¹⁹ In jedem Fall ist eine konkrete Rechtfertigung nur dann möglich, wenn zusätzlich das Gebot der Verhältnismässigkeit gewahrt bleibt.

b) Ausführungen von SIX in der Beratungsanfrage

22. SIX führt in der Beratungsanfrage aus, dass durch diesen minimalen Eingriff der Wettbewerb nicht beschränkt, sondern im Gegenteil gerade gefördert werde. Die geplante Einheitsverbindung ermögliche es unter anderem, Börsenplätze, welche auf Hochgeschwindigkeitsdatenverbindungen angewiesen sind, als Handelsplätze zu erschliessen, womit neue und attraktive handelsplatzübergreifende Börsengeschäftsmodelle erst ermöglicht würden. Mit der Einheitsverbindung soll zudem sichergestellt werden, dass Angebot und Zugang zur Handelsplattform mittels Höchstgeschwindigkeit für alle Marktteilnehmer zu denselben Bedingungen möglich ist und nicht nur für eine kleine Gruppe oder gar einen einzelnen Marktteilnehmer. Damit stünden allen interessierten Marktteilnehmern dieselben Instrumente zur Verfügung, womit Wettbewerbsverfälschungen beim eigentlichen Börsenhandel vermieden würden. Betreffend den Technologiewettbewerb ermögliche es die Einheitsverbindung, technologisch und wettbewerblich attraktive Angebote machen zu können und gleichzeitig stelle sie sicher, dass damit auf einer Low Latency-Technologie beruhende Angebote ihre Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen schnellen Datenverbindungen ausspielen könnten.

23. Sofern also das Einrichten der Einheitsverbindung kartellrechtlich problematisch sein sollte, liessen sich insofern sachliche Gründe dafür finden, als dass dadurch für interessierte Marktteilnehmer der Zugang zu anderen Börsenplätzen, die solche Hochgeschwindigkeitsverbindungen voraussetzen, eröffnet und den Marktteilnehmern so das Angebot von innovativen, börsenplatzübergreifenden neuen Produkten und Angeboten ermöglicht werde.

24. Es solle gerade verhindert werden, dass einzelne – oder im Extremfall ein einzelner – Marktteilnehmer ein Monopol auf die schnellsten Verbindungen zwischen zwei Handelsplätzen, und damit auf den Zugang zur Matching-Engine der Börsen, erlangen könne. Eine solche Situation würde für alle diejenigen Marktteilnehmer, die über keinen entsprechenden Zugang verfügen, einen Wettbewerbsnachteil darstellen, denn wer schneller Zugang zu aktuellen Marktinformationen hat und schneller Geschäfte abschliessen kann, verfügt über einen Wettbewerbsvorteil. Aufgrund der möglichen Renditen seien HFT bereit, grosse Summen zu investieren, um sich einen Latenzvorteil gegenüber ihren Konkurrenten zu verschaffen. Sollte es einem HFT so gelingen, auf einem Markt eine dominante Position zu erlangen, könne dies die

auch auf dem vorliegend relevanten Markt – über eine marktbeherrschende Stellung verfügt. Dabei wird festgehalten, dass diese Beratungsantwort nicht das geeignete Gefäss ist, diese Frage abschliessend zu klären.

¹⁸ LUCA STÄUBLE/FELIX SCHRANER, in: DIKE-Kommentar, Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen, Zäch et al. (Hrsg.), 2018, Art. 7 N 107 ff., mit Hinweisen.

¹⁹ MARC AMSTUTZ/BLAISE CARRON, in: Basler Kommentar zum Kartellgesetz, Amstutz/Reinert (Hrsg.), 2. Auflage 2021, Art. 7 N 176 f.; DIKE KG-STÄUBLE/SCHRANER (Fn 18), Art. 7 N126.

Gewinnaussichten anderer HFT erheblich beeinträchtigen, was deren Interesse an einem Handel im betreffenden Markt verringere. Der daraus resultierende Rückgang an HFT und dem Wettbewerb zwischen den HFT könne die Wettbewerbssituation auf dem betreffenden Markt in Bezug auf Preisbildung, Spreads und Liquidität erheblich beeinträchtigen, was sich letztendlich negativ auf die Attraktivität dieses Marktes auswirke, da dadurch die Transaktionskosten für alle Marktteilnehmer steigen würden.²⁰

25. Das Vorhaben der SIX solle eine solche Situation gerade verhindern, indem allen an einer Low Latency-Verbindung interessierten Marktteilnehmern dieselbe Verbindung zur Verfügung steht. Die Einheitsverbindung soll für alle am Hochgeschwindigkeitshandel interessierten Marktteilnehmer einheitliche Wettbewerbsbedingungen schaffen, damit keine Wettbewerbsverzerrungen entstehen. Um dies zu erreichen, sei das Einrichten der Einheitsverbindung ein geeignetes Vorhaben. Ein milderes Mittel, mit dem der angestrebte Zweck gleichermassen erreicht wird, sei nicht ersichtlich. Zwar gäbe es die Möglichkeit, den Marktteilnehmern einheitliche Vorgaben zu machen und so vom Einrichten der Einheitsverbindung abzusehen. Dies sei aber technisch schwierig umzusetzen und müsste durch SIX kontrolliert werden, weshalb der Erlass von einheitlichen Vorgaben nicht als geeignete Alternative zum Einrichten der Einheitsverbindung angesehen werde.

26. Nicht zuletzt handle es sich um einen verhältnismässig leichten Eingriff: Es werde im Ergebnis lediglich eine schnellste Verbindungsroute zur Handelsplattform bestehen, auf der keine alternativen Verbindungen möglich seien und die von SIX selbst betrieben werde. Dies sei aber gerade Zweck der geplanten Einheitsverbindung, denn nur so könne der diskriminierungsfreie Zugang zum Höchstgeschwindigkeitshandel allen Marktteilnehmern gleichermassen garantiert werden. SIX betont in der Beratungsanfrage mehrfach, dass sie den Zugang allen Marktteilnehmern zu einem angemessenen Preis offen und die Einheitsverbindung immer auf dem technisch neusten Stand halten werde. Weiter werde ein Handel über die Hochgeschwindigkeitsinfrastruktur der SIX jederzeit möglich bleiben, da die SIX gesetzlich dazu verpflichtet sei, einen offenen und diskriminierungsfreien Zugang zu ihren Dienstleistungen zu gewährleisten. Zudem blieben die bisherigen, weniger schnellen, Anbindungsmöglichkeiten zum Co-Location-Service, und damit zur Matching Engine, via Meet-me-Room oder direkt, weiterhin möglich. Kein Marktteilnehmer werde gezwungen, die neue Einheitsverbindung zu verwenden. Denjenigen Marktteilnehmern, die an der schnellsten Datenübertragung interessiert oder darauf angewiesen seien, stelle SIX mit der Einheitsverbindung die neueste Technologie fair, diskriminierungsfrei und zu einheitlichen Bedingungen zur Verfügung. Dadurch erscheine die von SIX vorgesehene Einheitsverbindung nicht unverhältnismässig, um das angestrebte Ziel zu erreichen.

c) *Einschätzung des Sekretariats*

27. Unter dem *status quo* ist die Situation wahrscheinlich, dass zu jedem Zeitpunkt jeweils ein einziger HFT die schnellste Verbindung zur Handelsplattform anbieten kann.²¹ Weil gewisse Marktteilnehmer auf diese schnellste Verbindung angewiesen sind, verfügt dieser HFT damit, unabhängig von sämtlichen anderen Faktoren seines Angebots, in dieser Hinsicht über eine Monopolstellung. Mit entsprechenden Investitionen könnte ein anderer HFT versuchen, seinerseits eine noch schnellere Verbindung aufzubauen, was wiederum diesem HFT dann die Monopolstellung einräumen würde;²² die Monopolposition kann sich also verschieben. Für sämtliche Marktteilnehmer, die auf die schnellste Verbindung angewiesen sind, steht aber nur derjenige HFT, der aktuell die schnellste Verbindung betreibt, zur Verfügung: Es ist nicht so,

²⁰ Beilage 2 zur Beratungsanfrage, 3.

²¹ Theoretisch wäre zwar möglich, dass zwei oder mehrere HFT gleich schnelle Verbindungen anbieten können, was aber angesichts der erheblichen Unterschiede, die im Hochfrequenzhandel bereits Nanosekunden ausmachen, unwahrscheinlich ist.

²² Allerdings sind die Möglichkeiten hierzu aufgrund der zu einem bestimmten Zeitpunkt verfügbaren technologischen Möglichkeiten begrenzt.

dass der HFT mit der schnellsten Datenverbindung «lediglich» zum Anbieter mit einem massgeblichen Anteil am Markt würde; wer die schnellste Verbindung anbieten kann, beherrscht faktisch den gesamten hier relevanten Markt («*the winner takes it all*»). Dahingehend könnte sich der vorliegend zur Abklärung unterbreitete Fall von einer «klassischen» Wettbewerbssituation unterscheiden.

28. Es erscheint möglich, dass dieser Wettbewerb um die schnellste Verbindung mit volkswirtschaftlichen Ineffizienzen verbunden sein kann. Dies, zumal die Investitionen in eine noch schnellere Verbindung immens sind, jede zusätzliche Steigerung der Geschwindigkeit tendenziell mit zunehmend höheren Kosten verbunden ist und bei Erfolg die gesamte Infrastruktur für die ehemals schnellste Verbindung obsolet und die getätigten Investitionen wertlos werden. Darüber hinaus ist selbst, wenn ein HFT (vorübergehend) die schnellste Verbindung anbieten kann nicht klar, wie lange dies tatsächlich der Fall sein wird. Kritische Stimmen betrachten die enormen Investitionen, die HFT im Wettbewerb um die schnellste Infrastruktur am Markt vornehmen, denn auch als eine Verschwendung von Ressourcen mit potenziell negativen Auswirkungen auf das Funktionieren des Marktes.²³ Tatsächlich erscheint es plausibel, dass es volkswirtschaftlich wenig Sinn macht, solche Netzwerkinfrastrukturen, die nur unter sehr hohen initialen Kosten eingerichtet werden können, zu duplizieren. Zudem sind HFT im Wettbewerb um die schnellste Verbindung erheblichen Unsicherheiten sowohl bezüglich der Erfolgswahrscheinlichkeit als auch bezüglich der Dauer einer temporären Monopolstellung im Erfolgsfall ausgesetzt. Die vorliegende Kombination von immensen Investitionskosten *und* hohen Unsicherheiten in Bezug auf den aus diesen Investitionen resultierenden Ertrag stellt eine hohe Markteintrittsschranke dar und könnte darüber hinaus über die Zeit zu Marktaustritten führen. Dies könnte zu einer weiteren Zementierung der Monopolstellung des zu diesem Zeitpunkt schnellsten Anbieters und damit zu potenziell negativen Auswirkungen auf dem Markt führen, wie SIX in der Beratungsanfrage ausführt.

29. Weiter ist ebenfalls denkbar, dass der Wettbewerb zwischen HFT mit Einrichten der Einheitsverbindung nicht ausgeschaltet wird, selbst wenn es nur noch eine schnellste Verbindung gibt, die von SIX betrieben wird. Das Einrichten der Einheitsverbindung durch SIX dürfte jedenfalls nach Einschätzungen des Sekretariats keine Anbieter aus dem Markt drängen. Vielmehr erscheint wahrscheinlich, dass eine Verlagerung stattfindet: Anstatt dass HFT um die schnellste Verbindung konkurrieren, die ihnen dann eine – allenfalls temporäre – Monopolstellung einräumt («*competition for the market*»), müssen HFT auf andere Weise in Wettbewerb treten. Sie müssen sich so über attraktivere Produkte und Dienstleistungen an ihre Endkunden von ihren Konkurrenten abheben («*competition in the market*»). Dabei erscheint nachvollziehbar, dass eine auch temporäre Monopolstellung eines Anbieters aus der Optik des Gesamtmarkts weniger erstrebenswert ist, als wenn verschiedene HFT über ihre Produkte und Dienstleistungen direkt um Endkunden konkurrieren (müssen). Wettbewerb auf dieser Ebene ist auch nicht mit prohibitiv hohen Investitionen verbunden, womit die Gefahr, dass HFT grundsätzlich aus dem Wettbewerb aussteigen oder gar nicht erst in diesen eintreten, nach Ansicht des Sekretariats geringer ist.

30. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass mehr Wettbewerb zwischen HFT nicht zwingend zu Verbesserungen der Effizienz der entsprechenden Wertschriftenmärkte führt. HFT können am Markt grundsätzlich auf zwei Arten auftreten: als Market Maker einerseits oder spekulativ andererseits.²⁴ Als Market Maker sind sie aufgrund ihrer Infrastruktur in der Lage, ihre Kurse schnell anzupassen und den Markt mit Liquidität zu versorgen. In diesem Fall

²³ JOHANNES BRECKENFELDER, How does competition among high-frequency traders affect market liquidity?, ECB Research Bulletin No. 78, 15 December 2020, 4 f. (abrufbar unter: <www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb201215~210477c6b0.en.pdf>, zuletzt aufgerufen am 12.10.2022).

²⁴ JOHANNES BRECKENFELDER Competition among high-frequency traders, and market quality, ECB Working Paper Series No 2290 / June 2019, 2 (abrufbar unter: <www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2290~b5fec3a181.en.pdf>, zuletzt aufgerufen am 12.10.2022).

profitieren die «Low Frequency Trader», das heisst primär die Anleger, von niedrigeren Transaktionskosten, da die HFT durch ihre Infrastruktur in der Lage sind, zur *price discovery* beizutragen. Beim spekulativen Handel ermöglicht ihnen diese Infrastruktur aber, ihren Geschwindigkeitsvorteil auszunutzen, um die von Konkurrenten mit höheren Latenzen eingestellten Quotes bei Veränderungen auf dem Markt schnell zu übernehmen und an diese Veränderungen anzupassen. Da die übernommenen Quotes aufgrund der Veränderungen am Markt nun veraltet sind, können die agierenden HFT in diesen Momenten auf Kosten ihrer Wettbewerber – ihrerseits häufig HF-Market Maker – Gewinne erzielen. Um diese antizipierten Verluste abzufedern, müssen Market Maker ihre Spreads erweitern.²⁵ Es sind diese Wettläufe zwischen Market Makern und HF-Spekulanten, die der Liquidität am Markt abträglich sind. Damit bezahlen die Anleger letztendlich höhere Transaktionskosten, beispielsweise in Form erweiterter *bid ask-spreads*.²⁶ Dies wiederum führt dazu, dass die Liquidität am Markt abnimmt, während die kurzfristige Volatilität steigt.²⁷ Diese möglicherweise ambivalenten Wettbewerbswirkungen sprechen aus Sicht des Sekretariats aber nicht per se gegen die geplante Einführung einer Einheitsverbindung durch SIX, zumal die entsprechenden Erwartungen in der Beratungsanfrage bezüglich positiver Wettbewerbswirkungen einer einzigen schnellsten Leitung glaubhaft erscheinen.

31. Das Sekretariat geht aber mit den Ausführungen von SIX insoweit einig, als dass jede Monopolstellung potentiell Risiken für das Funktionieren des Wettbewerbs birgt. Dies gilt auch für einen möglichen Missbrauch einer Monopolstellung von SIX nach Massgabe von Art. 7 KG im Falle einer Umsetzung des geplanten Vorhabens. Das Risiko einer entsprechenden missbräuchlichen Verhaltensweise von SIX wird vorliegend jedoch einerseits durch die Zusicherungen von SIX relativiert, den Zugang zu dieser schnellsten Verbindung allen interessierten Marktteilnehmern gleichermassen nach den Prinzipien der Offenheit, Fairness und Diskriminierungsfreiheit und zu angemessenen Bedingungen zur Verfügung zu stellen. Andererseits ist vorliegend auch auf die zuvor erwähnten finanzmarktrechtlichen Rahmenbedingungen hinzuweisen, welche SIX faktisch dazu zwingen, den diskriminierungsfreien und offenen Zugang zu ihrer Finanzmarktinfrastruktur sicherzustellen. Überdies ist SIX, welche die Einheitsverbindung zur Verfügung stellt, selbst nicht als Händlerin auf dem Markt tätig und steht so mit denjenigen Marktteilnehmern, die auf diese Verbindung angewiesen sind, nicht im Wettbewerb.

32. Wohlgermerkt wäre theoretisch denkbar, dass SIX den Betrieb der schnellsten Verbindung auch dauerhaft einem von SIX als Börsenbetreiberin unabhängigen Unternehmen überträgt. Eine solche Entflechtung würde insbesondere möglichen Gefahren im Zusammenhang mit der Tatsache, dass SIX auch in anderen Bereichen der Finanzmärkte über eine starke Marktstellung verfügt, entgegenwirken. Dabei stellt sich allerdings die Frage, ob so ein diskriminierungsfreier und offener Zugang zu angemessenen Bedingungen gleichermassen sichergestellt werden kann wie bei einem Betrieb durch SIX selbst.

5. Schlussfolgerungen

33. Es erscheint dem Sekretariat plausibel, dass sich die Marktsituation durch das Einrichten der Einheitsverbindung zwar verändert, indem neue Markt- und Wettbewerbsbedingungen zugunsten einer entsprechenden Monopolstellung von SIX künstlich geschaffen werden («*market design*»). Dies heisst allerdings nicht automatisch, dass das Vorhaben kartellrechtlich problematisch wäre. Es erscheint nachvollziehbar, dass mit dem Einrichten der Einheitsverbindung

²⁵ «High-frequency speculative trading entails «sniping» stale quotes of high-frequency market makers, and is detrimental to investors because it increases the cost of liquidity provision. In [study] any change from a non-competitive high-frequency trading environment to an environment with two or more HFTs harms market liquidity since high-frequency speculative trading increases and liquidity providers incorporate the cost of getting sniped into the bid-ask spread they charge» (BRECKENFELDER [Fn 24], 2, mit weiteren Hinweisen).

²⁶ BRECKENFELDER, (Fn 23), 2.

²⁷ BRECKENFELDER (Fn 24), 29.

das sehr investitionsintensive – und damit potentiell volkswirtschaftlich ineffiziente – «*arms race*» um die schnellste Datenverbindung wegfällt. Ebenfalls plausibel erscheint, dass nach dem Einrichten der Einheitsverbindung negative Wettbewerbswirkungen der jeweils temporären Monopolstellung eines einzigen HFT wegfallen und sich der Wettbewerb unter den HFT auf andere Bereiche (vor)verlagern kann, insbesondere auf die Produkte und die Dienstleistungen der HFT. Aus Sicht des Sekretariats bestehen vor diesem Hintergrund keine grundsätzlichen kartellrechtlichen Bedenken mit Blick auf das Vorhaben von SIX, im Bereich ihrer Finanzhandelsplattform für den Datentransfer vom Einspeisepunkt zum Co-Location-Service für Low Latency-Verbindungen eine Einheitsverbindung bereitzustellen.

34. Darüber hinaus bestehen aus Sicht des Sekretariats aufgrund der finanzmarktrechtlichen Rahmenbedingungen und der Zusicherungen von SIX, den Betrieb eines solchen Monopolzugangs jederzeit fair, diskriminierungsfrei und zu angemessenen Bedingungen offen zu halten, auch keine unmittelbaren Bedenken bezüglich eines möglichen Missbrauchs einer marktbeherrschenden Stellung nach Massgabe von Art. 7 KG.

35. Im Ergebnis geht das Sekretariat davon aus, dass das Vorhaben von SIX gestützt auf die Ausführungen und Zusicherungen in der Beratungsanfrage *prima facie* kartellrechtlich nicht unzulässig erscheint, solange der Zugang allen interessierten Marktteilnehmern gleichermaßen gemäss den Prinzipien der Offenheit, Fairness und Diskriminierungsfreiheit und zu angemessenen Bedingungen zur Verfügung gestellt wird. Das Sekretariat nimmt die Zusicherung von SIX dahingehend (Rz 53 der Beratungsanfrage) zur Kenntnis.