

SIX 與瑞士資本市場——概述與總結

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

今天，從蘇黎世中央火車站乘電車前往城西哈德圖爾姆（Hardturm）街區的訪客，會來到位於普芬斯特魏德大街（Pfingstweidstrasse）的 SIX 集團總部。這是一座玻璃與鋼結構的建築，容納著瑞士證券交易所、中央證券存管機構、清算所、金融資訊業務以及全國的支付基礎設施。這些功能如今都不再需要交易大廳。Nestlé、Novartis、Roche 和 UBS 的股票在伺服器上以微秒級速度易手。昔日在蘇黎世交易所交易圈中高聲喊單的經紀員，如今主要只存在於一個老員工協會的記憶之中。然而，運營這套基礎設施的機構，正是本書 D 部分所述、創立於十九世紀的蘇黎世證券交易所的直系後裔。其所有者仍然是各家銀行，其所在地仍然是蘇黎世。其規則仍然建立在 1883 年至 1912 年間各州交易所法律首次確立的瑞士式組合之上，即聯邦立法與自律監管相結合。

本章追溯瑞士資本市場從 1914 年至 2026 年 9 月的發展歷程。首先介紹兩次世界大戰之間的蘇黎世交易所以及漫長的公開喊價交易時代，簡要提及 SOFFEX 和瑞士交易所（Swiss Exchange）的電子化革命（F 部分對此有更詳細的論述），繼而介紹 1995 年的聯邦《證券交易所法》、virt-x 的倫敦試驗以及 2008 年組建 SIX 集團的合併。本章的大部分篇幅涉及現行法律：2015 年的《金融市場基礎設施法》、上市規則與臨時公告制度、重大持股披露、設有收購委員會的瑞士公開收購法，以及對內幕交易和市場操縱的禁止。

另有兩節分別討論與歐盟之間就證券交易所等效性產生的爭端，以及蘇黎世交易所的競爭地位，包括自 2022 年以來中國全球存託憑證（GDR）的上市。

對國際客戶和執業者而言，瑞士資本市場呈現出一種獨特的組合特徵。與紐約或倫敦相比，它規模較小，卻有數家按市值計位列歐洲最大之列的公司在此上市。其監管機構是聯邦機構 FINMA，其權力由一個私法機構 SIX Exchange Regulation 以及一個設於蘇黎世、專門負責公開收購的機構加以補充。其市場濫用刑法由位於伯爾尼的瑞士聯邦檢察院執行，而其披露和上市規則則由交易所本身執行。要理解這些層次如何相互配合，需要了解一些歷史，因為每一層都是在特定時刻、為應對特定問題而增設的。

1 結論

2026 年的瑞士資本市場是一段漫長且基本連續的發展的產物。蘇黎世交易所經歷了兩次世界大戰、大蕭條、1962 年、1974 年和 1987 年的市場危機以及交易圈的終結。每經歷一次這樣的事件，它都變得更加強大，在瑞士經濟中的地位也更加核心。它從一個設有交易大廳的州級市場轉變為全國性電子交易所，繼而成為一個國際基礎設施集團的組成部分，這一轉變遵循的是技術和規模的邏輯。通過 virt-x 建立泛歐交易所的嘗試失敗了，但這次失敗的教訓——瑞士交易所的價值在於其本土市場——自 2008 年以來一直指導著 SIX，並在 2019 年的等效性爭端中得到了證實。

法律框架也走過了類似的道路。直至 1997 年一直規範蘇黎世交易所的各州法律，被一部聯邦法律所取代；該法在保留自律監管的同時，增加了披露、收購和市場濫用方面的規則。2015 年的《金融市場基礎設施法》將這些規則整合進一部綜合性法律，並按照國際標準增加了對基礎設施和衍生品的監管。上市、招股說明書審批和臨時公告仍由 SIX Exchange Regulation 負責，公開收購法由

蘇黎世的一個專門委員會負責執行，市場濫用行為則由 FINMA 和聯邦檢察院追究。

未來將以新的方式考驗這一框架。瑞士市場集中於少數大型公司、來自紐約的競爭、與歐盟之間不確定的關係以及數碼資產的興起，都提出了現有機構必須回應的問題。中國 GDR 的上市表明，SIX 能夠開闢通往遙遠市場的新渠道，儘管其交易量一直不大。過去一個世紀的歷史表明，瑞士資本市場將一如既往地作出回應：務實地、通過聯邦立法與自律監管相結合的方式，並以蘇黎世為中心。

2 五句話概要

1. 在經歷兩次世界大戰造成的中斷之後，蘇黎世交易所於 1930 年遷入布萊歇爾路（Bleicherweg）附近的新大樓，1991 年遷至塞爾瑙（Selnu），並一直以公開喊價方式交易，直到 1996 年 8 月 15 日交易圈最後一次鳴鈴。
2. 1995 年的聯邦《證券交易所法》取代了各州法律，引入了持股披露和強制收購要約制度；2008 年 SWX、SIS 和 Telekurs 合併組建了 SIX 集團，這一由銀行擁有的運營者負責整個瑞士市場基礎設施。
3. 2015 年的《金融市場基礎設施法》規範交易場所、中央對手方、證券存管機構和交易報告庫，規定了衍生品的清算和報告義務，並包含有關披露、公開收購和市場濫用的規則。
4. 上市、招股說明書審查以及上市規則第 53 條規定的臨時公告由 SIX Exchange Regulation 負責；公開要約由蘇黎世的收購委員會負責，其強制要約門檻為 33⅓%，並實行嚴格的最低價格規則；市場濫用則由 FINMA 和聯邦檢察院負責。

SIX 與瑞士資本市場——概述與總結

5. 瑞士交易所通過一項保護性措施度過了 2019 年歐盟等效性失效的危機，於 2022 年通過 GDR 上市開闢了通往中國的渠道，目前仍是一個由少數大型公司主導的市場，其未來取決於能否吸引新的發行人以及與歐洲的關係。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/zurich-six-and-the-swiss-capital-market-overview-and-summary