

Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext



THOMAS JUTZI*

KSENIA WESS**



DAMIAN SIFRADZKI***

Am 1. Januar 2020 sind das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und das Finanzinstitutsgesetz (FINIG) in Kraft getreten. Die Gesetze vervollständigen die neue (horizontale) Architektur der Finanzmarktregulierung und bewirken in materieller Hinsicht eine Anpassung an das EU-Recht zur Sicherstellung der Äquivalenz. Der nachfolgende Beitrag gewährt einen Überblick über den neuen Rechtsrahmen des Schweizer Finanzmarktrechts. Dabei gehen die Autoren rechtsvergleichend vor, indem sie den einzelnen Regulierungsaspekten die europäischen Pendants gegenüberstellen.

La loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin) sont entrées en vigueur au 1er janvier 2020. Ces normes complètent la nouvelle structure (horizontale) de la règlementation des marchés financiers ; au plan matériel, elles ont pour effet d'adapter le droit suisse au droit européen afin d'en assurer l'équivalence. La présente contribution donne un aperçu du nouveau cadre juridique du droit suisse des marchés financiers. Les auteurs emploient une approche comparative, mettant en regard les divers aspects règlementaires et leurs pendants européens.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Institutionelles
 - A. Schweiz
 - B. EU
 - C. Vergleich A. Schweiz
- III. Regulierungsinhalte
- 1. Kategorien
 - 2. Architektur
 - B. EU
 - 1. Kategorien
 - 2. Architektur
 - C. Vergleich

- IV. Regulierungstechnik
 - A. Schweiz
 - B. EU
 - C. Vergleich
- V. Fazit

I. **Einleitung**

Die Regulierung der Finanzmärkte stand in den vergangenen zehn Jahren ganz im Zeichen der globalen Finanzmarktkrise 2007/2008 und diente vornehmlich der Behebung deren Ursachen und Folgen. Es musste das Anlegervertrauen zurückgewonnen, die Stabilität der Finanzsysteme gestärkt und die Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte minimiert werden. Während die Finanzmarktgesetzgebung Ende des 20. und Anfang des 21. Jahrhunderts noch oft standortpolitisch motiviert und von Deregulierungen sowie Liberalisierungen geprägt war,1 setzen

THOMAS JUTZI, Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Ordinarius für Wirtschaftsrecht, Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern

KSENIA WESS, MLaw, Doktorandin am Institut für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern.

DAMIAN SIERADZKI, MLaw, Doktorand am Institut für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern. Die Autoren danken Dr. iur. Simon Schären, LL.M., Rechtsanwalt, für die kritische Durchsicht und die wertvollen Hinweise.

Vgl. Franca Contratto, Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten, in: Rolf Sethe/Thorsten Hens/Hans Caspar von der Crone/ Rolf H. Weber (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kont-

die Gesetzgeber seit der Finanzmarktkrise 2007/2008 vermehrt auf internationale Koordination und Kooperation; insbesondere soll mittels internationaler Standards mehr Konvergenz bei der Finanzmarktregulierung und -aufsicht erreicht werden.² Neben der Vereinheitlichung der Vorgaben auf internationaler Ebene und der damit einhergehenden «Entnationalisierung der Regulierung»³ streben die nationalen (und der supranationale europäische) Gesetzgeber allerdings zugleich in den jeweiligen Finanzmarktordnungen eine Verschärfung des Anleger- und Kundenschutzes an. Der Fokus lag und liegt dabei unter anderem auf grenzüberschreitenden Aktivitäten.⁴ Regulatorische Vorkehrungen sollen insbesondere sicherstellen, dass das Schutzniveau der inländischen Anlegerschaft durch grenzüberschreitende Tätigkeiten nicht gesenkt wird und gleichzeitig die Anforderungen, die an inländische Marktteilnehmer gestellt werden, nicht unterlaufen werden.⁵ Solche regulativen Massnahmen haben, teils gewollt, teils ungewollt, protektionistische Auswirkungen, indem - wie beispielsweise in der EU – der Marktzugang für Drittlandakteure zumindest teilweise beschränkt und spezifischen Marktzugangsregimes unterworfen wird.

Die einzelnen Ansätze der Regulierung der grenzüberschreitenden Tätigkeiten unterscheiden sich je nach Rechtsordnung und Regulierungsbereich.⁶ Besonders bedeutend, und insbesondere im Zusammenhang mit der Finanzmarktregulierung der EU oft thematisiert, sind dabei die Konzepte (i) der Anerkennung der Gleichwertigkeit des Regulierungsrahmens der Drittstaatenrechtsordnung⁷ sowie (ii) der Extraterritorialität der Regulierung.⁸ Unter Letzterem versteht man im Völkerrecht die Wirkung von Hoheitsakten eines Staates über sein Hoheitsgebiet hinaus, das heisst, der Anwendungsbereich der nationalen Gesetze erstreckt sich auf Sachverhalte, Ereignisse oder Personen ausserhalb des Territoriums des gesetzgebenden Staates ⁹

Die stark auslandsorientierte Finanzbranche der Schweiz als nicht EU-Mitglied steht bei der Sicherstellung des Marktzuganges zum EU-Binnenmarkt vor besonderen Herausforderungen. Der schweizerische Gesetzgeber strebt im Verhältnis zur EU an, durch den autonomen Nachvollzug von EU-Recht¹⁰ die Anerkennung der Gleich-

rovers diskutiert, SSFM Band 108, Zürich/Basel/Genf 2013, 47 ff.,

Vgl. Rolf H. Weber, Wettbewerb zwischen internationalen Standards, SZW 2015, 579 ff., 581; Eva Hüpkes, Globale Märkte und nationale Regulierung – die Schweizer Finanzmarktpolitik vor neuen Herausforderungen, GesKR 2007, 340 ff., 340; Mirjam Eggen/Rupert Schaefer, Regulierung grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzmarktrecht, GesKR 2013, 368 ff., 368. Eingehend zu den massgebenden Standardsettern im Finanzmarktbereich vgl. Hüpkes (FN 2), 342 ff.; Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 4. A., Bern 2019, § 3 N 71 ff.

³ CHRISTOPH B. BÜHLER, Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld zwischen Recht und Politik, SJZ 2010, 469 ff., 476.

Vgl. Bundesrat, Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes vom 19. Dezember 2012 (zit. Bundesrat, Finanzmarktpolitik 2012), 9; Expertengruppe «Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie», Bericht Regulatorische Herausforderungen für die grenzüberschreitende Schweizer Vermögensverwaltung und strategische Optionen vom 6. Juni 2013 (zit. Expertengruppe «Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie» 2013), 9; NINA ARQUINT/RUPERT SCHAEFER, Die Rolle von Finanzmarktaufsichtsbehörden beim «Marktzugang» und die Praxis der FINMA, in: Christine Kaddous/Sylvain Matthey (Hrsg.), Services financiers: Suisse et Union européenne, Zürich/Basel/Genf 2016, 261 ff., 264.

⁵ Vgl. Eggen/Schaefer (FN 2), GesKR 2013, 368 f.

⁶ Eingehend und übergreifend zu einzelnen Regulierungsansätzen EGGEN/SCHAEFER (FN 2), GesKR 2013, 370 ff.

Das Konzept der Anerkennung einer anderen Rechtsordnung als gleichwertig findet sich zunächst in Ziff. 3 lit. a des Anhanges über Finanzdienstleistungen GATS (General Agreement on Trade in Services). In der EU-Finanzmarktregulierung als Äquivalentkonzept bezeichnet, erlaubt die Anerkennung des Rechtsrahmens eines Drittstaates als gleichwertig den Finanzmarktakteuren mit Sitz im jeweiligen Drittstaat (je nach Ausgestaltung) grenzüberschreitend, d.h. insbesondere präsenzlos, in der EU tätig zu werden, vgl. z.B. Art. 46 ff. MiFIR (VO [EU] Nr. 600/2014, ABI. L 173/84 vom 12.6.2014).

Weitergehend zu den Konzepten der Regulierung von Drittstaatensachverhalten durch die EU vgl. Thomas Jutzi/Simon Schären, Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch, GesKR 2019, 408 ff., 413 ff.; Rashid Bahar/Bianca Nedwed, Grenzüberschreitendes Angebot von Finanzdienstleistungen und -produkten? Die Eidgenossenschaft schlägt zurück, SZW 2019, 618 ff., 618 ff.

TIFFANY ENDER/HANS CASPAR VON DER CRONE, Die Risiken des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs aus dem Blickwinkel des schweizerischen Aufsichtsrechts, Anmerkungen zur Verfügung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 11.1.2010, SZW 2010, 506 ff., 513 m.w.H. Die extraterritoriale Anwendung des nationalen Finanzmarktrechts ist insbesondere im Finanzmarktrecht der USA von Bedeutung, in etwa im Rahmen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Acts (Dodd-Frank Act) und des Foreign Account Tax Compliance Acts (FATCA), vgl. Bundesrat, Finanzmarktpolitik 2012 (FN 4), 11. Aber auch in der EU-Finanzmarktregulierung finden sich zunehmend extraterritorial anwendbare Bestimmungen, in etwa in Art. 4 Abs. 1 lit. a (v), Art. 11 Abs. 12 EMIR (VO [EU] Nr. 648/2012, ABI. L 201/1 vom 27.7.2012), Art. 2 Abs. 4 MAR (VO [EU] Nr. 596/ 2014, ABI. L 173/1 vom 12.6.2014), Art. 28 Abs. 2 MiFIR. Eingehend zur Extraterritorialität der EU-Finanzmarktregulierung vgl. CAROLINE MIESCHER, The EU's Extraterritorial Impact on International Financial Regulation, Jusletter vom 19.9.2016, N 12 ff.; SUSAN EMMENEGGER, Extraterritoriality in Financial Regulation, in: Rolf H. Weber/Walter A. Stoffel/Jean-Luc Chenaux/Rolf Sethe (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, 391 ff..

Eingehend zum Konzept und der Methodik des autonomen Nachvollzuges des EU-Rechts vgl. Andreas Heinemann, Rechtliche Transplantate zwischen Europäischer Union und der Schweiz, in: Lukas Fahrländer/Reto A. Heizmann (Hrsg.), Europäisierung

wertigkeit der Schweizer Finanzmarktregulierung in jenen Bereichen zu erlangen, wo es für die Schweiz aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive sinnvoll ist (namentlich in den Bereichen Fonds, Dienstleistungen an professionelle Anleger, Handelsplattformen und Derivatehandel). 11 Zugleich gilt es, die Wettbewerbsfähigkeit und die Attraktivität des Schweizer Finanzplatzes sowohl für die ausländische Kundschaft als auch als Standort für Finanzinstitute zu erhöhen, 12 was nicht zuletzt durch die Umsetzung internationaler Standards erfolgt. 13 Letzteres stellt aus der EU-Perspektive oft eine notwendige, nicht aber hinreichende Voraussetzung für den Marktzutritt dar. 14 Erschwerend – da mit Ungewissheiten verbunden - kommt darüber hinaus der Vollzug des Austritts des Vereinigten Königsreichs aus der EU hinzu. Ob die EU vor diesem Hintergrund eine liberalere oder restriktivere Politik in Bezug auf den Drittstaatenzugang betreiben wird¹⁵ und wie viel Spielraum

der schweizerischen Rechtsordnung, Analysen und Perspektiven von Assistierenden des Rechtswissenschaftlichen Instituts der Universität Zürich, Zürich/St. Gallen 2013, 3 ff., 21 ff.; Peter V. Kunz, Amerikanisierung, Europäisierung sowie Internationalisierung im schweizerischen (Wirtschafts-)Recht, recht 2012, 37 ff., 48 f.; Peter V. Kunz, Instrumente der Rechtsvergleichung in der Schweiz bei der Rechtssetzung und bei der Rechtsanwendung, ZVglRWiss 2009, 31 ff., 53 ff.; Matthias Oesch, Regionale Integration Schweiz – Europäische Union und die Welthandelsorganisation (WTO), in: Fritz Breuss/Thomas Cottier/Peter-Christian Müller-Graf (Hrsg.), Die Schweiz im europäischen Integrationsprozess, Baden-Baden 2008, 207 ff., N 933 ff.

dabei für eigenständige Regulierungen der Schweiz verbleibt, ist schwer abzuschätzen.¹⁶

Vor diesem Hintergrund rechtfertigt sich eine rechtsvergleichende Untersuchung der neuen schweizerischen Finanzmarktarchitektur. Dabei stehen weniger die materiellrechtlichen Vorgaben im Vordergrund, sondern vielmehr der (teilweise) neue Rechtsrahmen allgemein. Der Fokus der nachfolgenden Betrachtung liegt daher auf Fragen des institutionellen Aufbaus des schweizerischen und des europäischen Finanzmarktrechts (II.), ihrer einzelnen Regulierungsinhalte (III.) sowie der jeweiligen Regulierungstechnik (IV.).

Eine solche Gegenüberstellung ist in prinzipieller Sicht natürlich nur mit Einschränkungen durchführbar, zumal es sich bei der Schweiz um einen souveränen Drittstaat und bei der Europäischen Union um einen Staatenverbund handelt. Die nachfolgenden institutionell, konzeptionell und regulierungstechnisch vergleichenden Betrachtungen erfolgen im Bewusstsein um diesen Vorbehalt, vor allem da der weiter unten thematisierte Para-

Bundesrat, Finanzmarktpolitik für einen wettbewerbsfähigen Finanzplatz Schweiz, Oktober 2016 (zit. Bundesrat, Finanzmarktpolitik 2016), 15.

¹² Ebenda.

¹³ Bundesrat, Finanzmarktpolitik 2016 (FN 11), 7.

Vgl. z.B. Art. 37 Abs. 7 lit. e sowie Art. 40 Abs. 2 lit. b AIFMD (RL 2011/61/EU, ABI. L 174/1 vom 1.7.2011); Erw. 41 Unterabs. 2 MiFIR; Erw. 8 EMIR.

Vgl. dazu Jutzi/Schären (FN 8), GesKR 2019, 422 f. Einige Tendenzen, die auf eine stärkere direkte Kontrolle von Aktivitäten der Drittlandakteure auf europäischer Ebene schliessen lassen, können bereits identifiziert werden: So wurden mit der VO (EU) 2019/2175 (ABl. L 314/1 vom 5.12.2019), die im Wesentlichen ab dem 1. Januar 2020 direkt anwendbar ist, die massgeblichen Verordnungen über die europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) abgeändert und die einzelnen Kompetenzen der ESA in Bezug auf internationale Beziehungen einschliesslich der Gleichwertigkeit gestärkt. Die ESA werden noch stärker in die Drittlandregimes involviert, die auf Gleichwertigkeitsentscheidungen basieren. Insbesondere müssen sie verifizieren, ob die Grundlage für die bereits erfolgten Gleichwertigkeitsbeschlüsse weiterhin besteht. Hinzu kommen eine regelmässige Berichterstattungspflicht der einzelnen ESA an das Europäische Parlament, den Rat, die Kommission sowie die anderen ESA über ihre Überwachungstätigkeiten sowie eine Meldepflicht bezüglich relevanter Entwicklungen in Drittländern, die sich auf die Finanzstabilität der EU oder einzelner Mitgliedstaaten, die Marktintegrität, den Anlegerschutz sowie das Funktionieren des Binnenmarkts auswirken können (vgl. Art. 1 Ziff. 27, Art. 2

Ziff. 27, Art. 3 Ziff. 28 VO [EU] 2019/2175; zum institutionellen Rahmen der EU sowie dem Ausbau der ESA-Befugnisse vgl. II.B.). Neben der Erweiterung der ESA-Befugnisse erfolgte zugleich die Verschärfung der bereits bestehenden Drittstaatenordnungen: Die VO (EU) 2019/2033 (ABI. L 314/1 vom 5.12.2019), welche die massgeblichen Vorgaben der MiFIR (VO [EU] Nr. 600/2014, ABI. L 173/84 vom 12.6.2014) abändert, sieht im Rahmen der Pass-Regelung erweiterte Berichtspflichten der Drittlandfirmen gegenüber der ESMA (European Securities and Markets Authority/Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) vor (Art. 64 Abs. 4 VO [EU] 2019/2033). Zudem wurden Vorgaben zur Gleichwertigkeitsbeurteilung verschärft, sofern von letzterer systemrelevante Auswirkungen auf den europäischen Finanzmarkt zu erwarten sind (Art. 64 Abs. 5 VO [EU] 2019/2033).

Nicht zu unterschätzen sind zudem Risiken im grenzüberschreitenden Privatkundengeschäft, die grenzüberschreitend tätige Schweizer Finanzdienstleister bereits jetzt zur Einhaltung einzelner europäischer Normen zwingen: Namentlich begründet Art. 16 LugÜ (Übereinkommen vom 30. Oktober 2007 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen [Lugano-Übereinkommen; SR 0.275.12]) bei einer Verbraucherklage in der Regel einen Gerichtsstand am Wohnsitz des Verbrauchers; zudem können einzelne materielle Regelungen des europäischen Aufsichtsrechts als zwingend verbraucherschützend i.S.v. Art. 6 Abs. 2 ROM-I-VO (VO [EG] Nr. 593/2008, ABl. L 177/6 vom 4.7.2008) qualifiziert werden, sodass sie unabhängig von einer allfälligen Rechtswahl zur Anwendung kommen würden, vgl. Thomas Jutzi/Ksenia Wess, Informationspflichten gemäss FIDLEG und MiFID II, recht 2019, 143 ff., 165, 144 m.w.H.; eingehend dazu auch SUSAN EMMENEG-GER/MIRJAM FRITSCHI, 1. Internationales Privat- und Zivilverfahrensrecht/Schweizer Banken: EU-Recht für EU-Kunden, in: Alexander R. Markus/Stephanie Hrubesch-Millauer/Rodrigo Rodriguez (Hrsg.), Zivilprozess und Vollstreckung national und international - Schnittstellen und Vergleiche, Festschrift für Jolanta Kren Kostkiewicz, Bern 2018, 75 ff., 78 ff.

digmenwechsel in der Schweizer Finanzmarktarchitektur (vgl. III.A.2.) eine wiederholt geltend gemachte Angleichung an das europäische Recht zum Ziel haben sollte.¹⁷

II. Institutionelles

A. Schweiz

Die Aufsicht über das Finanzsystem in der Schweiz lässt sich grob in eine mikro- und in eine makroprudentielle Ebene einteilen, wobei die Abgrenzung auf operativer Stufe fliessend sein kann. ¹⁸ In der Schweiz haben gleich mehrere Behörden die Aufgabe, ein stabiles Finanzsystem sicherzustellen und zu schützen; ¹⁹ so sind sowohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) als auch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA für ein solides Finanzsystem verantwortlich. ²⁰ Dabei übernimmt die FINMA die mikroprudentielle Aufsicht, i.e. die Aufsicht

über einzelne Institute, während die SNB mit der makroprudentiellen Aufsicht,²¹ i.e. der Aufsicht über das ganze System, betraut ist.²² Die FINMA und die SNB haben in einem gemeinsamen Memorandum of Understanding im Bereich Finanzstabilität ihre Aufgaben voneinander abgegrenzt, ihre gemeinsamen Interessengebiete beschrieben und ihre Zusammenarbeit auf diesen Gebieten geregelt.²³

Die SNB ist eine spezialgesetzliche Aktiengesellschaft und führt in erster Linie die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse der Schweiz. Sie trägt dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.²⁴ Ihre makroprudentiellen Aufsichtsbefugnisse ergeben sich insbesondere aus ihrem Statistikauftrag²⁵ und der Überwachung der systemisch bedeutsamen Finanzmarktinfrastrukturen.²⁶

Die FINMA ist eine integrierte Finanzmarktbehörde; in ihr vereint und zu einer Behörde zusammengeführt wurden 2009 die zuvor getrennten Aufsichtsbehörden EBK²⁷, BPV²⁸ und Kst GwG²⁹.³⁰ Ihrer Aufsicht unterstehen alle Personen, die nach den Finanzmarktgesetzen eine

¹⁷ Vgl. zum Ganzen III.C. und V.

Die ineinander übergehende, fliessende Abgrenzung auf operativer Stufe ergibt sich z.B. bei Liquiditätsdeckungsquoten oder bei Massnahmen zur Risikodiversifikation und zur Vermeidung von Klumpenrisiken, vgl. SGHB Finanzmarktrecht-Nobel, § 8 N 9, in: Peter Sester/Beat Brändli/Oliver Bartholet/Reto Schildknecht (Hrsg.), St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, Zürich/St. Gallen 2018 (zit. SGHB Finanzmarktrecht-Verfasser); RUDOLF WALSER, Eine ideale Arbeitsteilung zwischen Nationalbank und Finma, avenir suisse, 29. Januar 2015, abrufbar unter Internet: https://www. avenir-suisse.ch/makroprudenzielle-massnahmen-eine-ideale-arb eitsteilung-zwischen-nationalbank-und-finma/ (Abruf 15.4.2020). Ferner bedarf die SNB beispielsweise einer vorgängigen Anhörung der FINMA bei der Beantragung von antizyklischen Kapitalpuffern, vgl. Art. 44 Abs. 2 der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler vom 1. Juni 2012 (Eigenmittelverordnung, ERV; SR 952.03).

Neben der SNB und der FINMA (vgl. dazu sogleich) nehmen auch andere Institutionen Aufsichtsfunktionen wahr, z.B. die Übernahmekommission (UEK) und die Eidgenössische Spielbankenkommission (ESBK), vgl. BSK FINMAG-HÜNERWADEL/TRANCHET, Art. 1 N 12, in: Rolf Watter/Rashid Bahar (Hrsg.), Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, Basler Kommentar, 3. A., Basel 2019 (zit. BSK FINMAG/FinfraG-Verfasser).

Die Nationalbank hat gem. Art. 5 Abs. 2 lit. e NBG (Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über die Schweizerische Nationalbank [Nationalbankgesetz; SR 951.11]) die Aufgabe, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen, während sich für die FINMA aus Art. 4 FINMAG (Bundesgesetz vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [Finanzmarktaufsichtsgesetz; SR 956.1]) ableiten lässt, dass auch der Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, einschliesslich Systemschutz, Ziel der Finanzmarktaufsicht ist, vgl. SGHB Finanzmarktrecht-Nobel (FN 18), § 8 N 8. Schliesslich verfolgt auch das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF), welches eine Verwaltungseinheit des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD) ist, das Ziel der Stabilität des schweizerischen Finanzsektors, vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. b

OV-EFD (Organisationsverordnung vom 17. Februar 2010 für das Eidgenössische Finanzdepartement [SR 172.215.1]).

Die makroprudentielle Aufsicht hat zum Ziel, durch die Reduktion von Systemrisiken die Krisenfestigkeit des Finanzsystems zu verbessern sowie die Wahrscheinlichkeit und die volkswirtschaftlichen Auswirkungen einer Finanzkrise zu begrenzen. Vgl. zum Ganzen SGHB Finanzmarktrecht-Nobel (FN 18), § 8 N 63 ff.

PETER V. KUNZ, Kreuzfahrt durchs schweizerische Finanzmarktrecht, Bern 2014, 23.

Erstmals wurde im Jahr 2007 zwischen beiden Institutionen ein Memorandum of Understanding bezüglich der Zusammenarbeit im Bereich der Finanzstabilität geschlossen. Dieses wurde zuletzt im Jahr 2017 revidiert, abrufbar unter Internet: https://www.snb.ch/de/mmr/reference/mofu/source/mofu.de.pdf (Abruf 15.4.2020). Seit Dezember 2019 besteht überdies ein Memorandum of Understanding zur tripartiten Zusammenarbeit im Bereich Finanzstabilität und Finanzmarktregulierung zwischen dem EFD, der FINMA und der SNB, abrufbar unter Internet: https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/fachinformationen/tripartite-vereinbarung. html (Abruf 15.4.2020). Gewisse Autoren sprechen sich für einen Ausbau der Kooperation zwischen beiden Institutionen aus, vgl. KUNZ (FN 22), 24.

Art. 1 Abs. 1 und Art. 5 Abs. 1 NBG. Im Rahmen dieser Verantwortung versorgt sie den heimischen Geldmarkt mit Liquidität, gewährleistet die Bargeldversorgung, erleichtert und sichert das Funktionieren bargeldloser Zahlungssysteme, verwaltet die Währungsreserven und trägt, wie erwähnt, zur Stabilität des Finanzsystems bei (Art. 5 Abs. 2 lit. a–e NBG).

²⁵ Art. 14 ff. NBG.

Art. 19 ff. NBG; Art. 22 ff. FinfraG (Bundesgesetz vom 19. Juni 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel [Finanzmarktinfrastrukturgesetz; SR 958.1]).

²⁷ Eidgenössische Bankenkommission.

²⁸ Bundesamt für Privatversicherungen.

²⁹ Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei.

SGHB Finanzmarktrecht-Blöchliger (FN 18), § 11 N 56.

Bewilligung, eine Anerkennung, eine Zulassung oder eine Registrierung der FINMA benötigen,³¹ und die kollektiven Kapitalanlagen.³² Die mikroprudentiellen Aufsichtsbefugnisse der FINMA umfassen die Bewilligungserteilung, die laufende Überwachung sowie das Enforcement.³³ Dabei kann zwischen der Institutsaufsicht,³⁴ der Produktaufsicht,³⁵ der Marktaufsicht³⁶ und der Geldwäschereiaufsicht unterschieden werden.³⁷

Das Spektrum der FINMA-Aufsichtstätigkeiten erfährt mit dem Inkrafttreten des FIDLEG38 und des FINIG³⁹ zahlreiche Änderungen. Beispielsweise wurde die Unterstellung der unabhängigen Vermögensverwalter (UVV) unter die prudentielle Aufsicht der FINMA bereits beim Erlass des FINMAG vor rund zehn Jahren diskutiert. Letztlich verzichtete der Bundesrat jedoch darauf, die Aufsicht der FINMA auf die UVV auszudehnen, 40 was sich nun mit dem Inkrafttreten des FINIG geändert hat.41 Ebenso müssen sich inländische Kundenberater, die bislang noch nicht beaufsichtigt wurden, sowie sämtliche Kundenberater ausländischer Finanzdienstleister in ein Beraterregister einer Registrierungsstelle, die von der FINMA zugelassen und beaufsichtigt wird, eintragen lassen. 42 Ferner beaufsichtigt die FINMA die Prüfstellen. die Prospekte auf ihre Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit hin prüfen.⁴³

³¹ Art. 3 lit. a FINMAG.

- BSK FINMAG-HÜNERWADEL/TRANCHET (FN 19), Art. 1 N 12. Zum Enforcement vgl. sogleich in diesem Abschnitt.
- Die Institutsaufsicht beinhaltet die Aufsicht über Banken, Wertpapierhäuser, Versicherungen, ungebundene und registrierte gebundene Versicherungsvermittler, Fondsleitungen, Vermögensverwalter, Verwalter von Kollektivvermögen, Trustees und Finanzmarktinfrastrukturen.
- 35 Die Produktaufsicht bezieht sich insbesondere auf aufsichtsrechtliche Anforderungen an Finanzprodukte wie z.B. kollektive Kapitalanlagen, strukturierte Produkte und Versicherungsanlageprodukte. Auch Prospektpflichten stellen einen Teil der Produktaufsicht dar.
- ³⁶ Die Marktaufsicht betrifft insbesondere den Effektenhandel, Übernahmen, Offenlegungspflichten und Marktintegrität.
- 37 SGHB Finanzmarktrecht-BLÖCHLIGER (FN 18), § 11 N 56.
- Bundesgesetz vom 15. Juni 2018 über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz; SR 950.1).
- ³⁹ Bundesgesetz vom 15. Juni 2018 über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz; SR 954.1).
- ⁴⁰ BSK FINMAG-Du Pasquier/Rayroux (FN 19), Art. 3 N 5.
- 41 Art. 17 ff. FINIG.
- Art. 28 Abs. 1 i.V.m. Art. 31 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 3 lit. a FINMAG
- Art. 52 Abs. 1 FIDLEG i.V.m. Art. 3 lit. a FINMAG. Prospekte kollektiver Kapitalanlagen werden nicht von Prüfstellen geprüft

Die FINMA hat auch Regulierungskompetenzen und kann, wo die Finanzmarktgesetzgebung ihr entsprechende Kompetenzen einräumt, eigene Verordnungen erlassen.44,45 Die Regulierungstätigkeit der FINMA wird durch die kürzlich in Kraft getretene FINMAV präzisiert. 46 Darüber hinaus hält die FINMA regelmässig ihre Verwaltungspraxis in Rundschreiben fest⁴⁷ und ist im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse mit der Anerkennung und Durchsetzung von Selbstregulierungen als Mindeststandards betraut. 48 Die FINMA führt nach Massgabe von Art. 24 FINMAG eine direkte oder indirekte (duale) Aufsicht aus, wobei sich das dualistische Aufsichtssystem heute als Standard herausgebildet hat.⁴⁹ Bei der dualen Aufsicht werden die Beaufsichtigten nicht direkt von der FINMA überprüft, sondern durch von den Beaufsichtigten beauftragte und entschädigte Prüfgesellschaften, die als «verlängerter Arm» der FINMA wirken. 50 Dies bedeutet, dass in der Schweiz verschiedene Aufsichtssysteme nebeneinander bestehen, wobei das direkte und das duale Aufsichtssystem einander gleichgestellt sind.⁵¹

Mit dem Enforcement bzw. der Durchsetzung des Aufsichtsrechts bewirkt die FINMA eine Beseitigung von Missständen, die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustands⁵² und eine präventiv wirkende Sanktionie-

- ⁴⁷ Art. 7 Abs. 1 lit. b FINMAG; Art. 5 Abs. 2 FINMAV.
- Art. 7 Abs. 3 FINMAG. Vgl. zur Selbstregulierung IV.A.
- ⁴⁹ Das duale Aufsichtssystem überwiegt in der Finanzmarktaufsicht, da mittlerweile alle Finanzmarktgesetze diese Form der Aufsicht mehr oder weniger umfassend vorsehen, vgl. BSK FINMAG-PFIFFNER (FN 19), Art. 24 N 13.
- ⁵⁰ Zu den Vor- und Nachteilen dieses Systems vgl. BSK FINMAG-PFIFFNER (FN 19), Art. 24 N 9 f.
- 51 BSK FINMAG-PFIFFNER (FN 19), Art. 24 N 8.
- Art. 31 FINMAG. Bei der in Art. 31 FINMAG normierten «Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes» handelt es sich im Unterschied zu den übrigen Aufsichtsinstrumenten der FINMA um eine Pflicht zum Tätigwerden und nicht um eine Kann-Vorschrift, vgl. BSK FINMAG-ROTH PELLANDA/KAPP (FN 19), Art. 31 N 1. Ein gängiges Instrument zur Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes ist die Einziehung gem. Art. 35 FINMAG, vgl.

Art. 3 lit. b FINMAG. Kollektive Kapitalanlagen werden gesondert erwähnt, weil diese nicht zwingend eine körperschaftliche Form aufweisen und somit gegebenenfalls nicht unter Art. 3 lit. a FINMAG fallen, vgl. BSK FINMAG-Du PASQUIER/RAYROUX (FN 19), Art. 3 N 32.

⁽Art. 51 Abs. 3 FIDLEG), sondern direkt von der FINMA (Art. 48 Abs. 4 FIDLEG).

⁴⁴ Art. 7 Abs. 1 lit. a FINMAG.

Zu den Rechtssetzungskompetenzen der FINMA vgl. IV.

Vgl. Kommentar S. 6 Art. 5 ff. FINMAV, Internet: https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-77531.html (Abruf 26.2.2020). Die FINMAV erfordert namentlich, dass ein Handlungsbedarf begründet und dokumentiert wird, bevor reguliert wird (Art. 6 Abs. 1 FINMAV). Die Regulierungstätigkeit der FINMA hat sich grundsätzlich auf den Erlass von Bestimmungen fachtechnischen Inhalts von untergeordneter Bedeutung zu beschränken (Art. 5 Abs. 1 FINMAV) und, sofern nicht anderweitig begründet, haben FINMA-Regulierungen zudem wettbewerbs- und technologieneutral ausgestaltet zu sein (Art. 6 Abs. 4 FINMAV).

rung⁵³ von Gesetzesverstössen. ^{54, 55} Die FINMA ist demgemäss dazu angehalten, Gesetzesverletzungen zwangsweise zu korrigieren und allenfalls zu sanktionieren. ⁵⁶ Zu diesem Zweck hat die FINMA beispielsweise die Möglichkeit, Untersuchungsbeauftragte einzusetzen. ⁵⁷ Wird gegen die Strafbestimmungen des FINMAG oder eines anderen Finanzmarktgesetzes verstossen, ist nicht die FINMA, sondern der Strafrechtsdienst des EFD zuständig. ⁵⁸ Die FINMA hat jedoch die Pflicht, die zuständigen Strafver-

BSK FINMAG-BÖSCH (FN 19), Art. 35 N 3a ff. Im Rahmen der neuen FIDLEG/FINIG-Regulierung wurde Art. 31 FINMAG um einen neuen Abs. 2 ergänzt, welcher der FINMA die Möglichkeit einräumt, die Beaufsichtigten zu Sicherheitsleistungen zu verpflichten, sofern die Rechte der Kunden gefährdet erscheinen.

- Mögliche Sanktionen sind: der Erlass einer Feststellungsverfügung (Art. 32 Abs. 1 FINMAG), wobei es sich hierbei um das schwächste Aufsichtsinstrument handelt; die Verhängung eines Berufsverbotes für die verantwortliche Person (Art. 33 FINMAG); die Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung, sog. «naming and shaming» (Art. 34 FINMAG); der Entzug der Bewilligung, Anerkennung oder Zulassung als ultima ratio (Art. 37 FINMAG). Mit der FIDLEG/FINIG-Regulierung neu hinzugekommen sind: die Vornahme einer Ersatzhandlung (Art. 32 Abs. 2 FINMAG) und die Verhängung eines Verbots für Tätigkeiten im Handel mit Finanzinstrumenten oder als Kundenberater (Art. 33a FINMAG).
- FINMA, Leitlinien zum Enforcement vom 24. September 2014, Internet: https://www.finma.ch/de/durchsetzung/alles-zur-durchse tzung/ (Abruf 16.4.2020).
- Im Jahr 2018 wurden insgesamt 1086 Enforcementgeschäfte abgeschlossen, wobei eine markante Zunahme im Zusammenhang mit unbewilligt tätigen Instituten, insb. im Zusammenhang mit Blockchain-basierten Geschäftsmodellen, verzeichnet wurde, vgl. Enforcementbericht 2018, Internet: https://www.finma.ch/de/durchsetzung/alles-zur-durchsetzung/ (Abruf 28.1.2020), 2 ff.
- BSK FINMAG-Du PASQUIER/RAYROUX (FN 19), Art. 3 N 7; FINMA, Enforcement-Policy vom 17. Dezember 2009 (Aktualisierte Fassung: 10. Februar 2011), Internet: https://www.finma.ch/de/news/2010/01/aktuell-enforcement-policy-20100126/ (Abruf 16.4.2020), Grundsatz 1; URS ZULAUF, Finanzmarktenforcement Verfahren der FINMA, GesKR 2009, 46 ff., 46.
- Untersuchungsbeauftragte können gegen alle Beaufsichtigten i.S.v. Art. 3 FINMAG eingesetzt werden, d.h. neuerdings auch gegen Vermögensverwalter und Trustees gem. Art. 17 ff. FINIG, vgl. BSK FINMAG-MAURENBACHER/TERLINDEN (FN 19), Art. 36 N 3. Untersuchungsbeauftragte müssen unabhängig und fachkundig sein (Art. 36 Abs. 1 FINMAG) und haben Zutritt zu den Räumlichkeiten des Beaufsichtigten sowie zu allen Auskünften und Unterlagen, denen der Untersuchungsbeauftragte zur Erfüllung seiner Aufgaben bedarf (Art. 36 Abs. 2 FINMAG).
- Art. 50 Abs. 1 FINMAG. Teilweise abweichend SCHWOB/WOHLERS, die davon ausgehen, dass die kantonalen Strafverfolgungsbehörden für die Verfolgung von Insiderhandel und Kursmanipulation gem. Art. 142 und 143 FinfraG zuständig sind, vgl. BSK FINMAG-SCHWOB/WOHLERS (FN 19), Art. 38 N 1. Dies widerspricht jedoch nicht nur dem Wortlaut von Art. 50 Abs. 1 FINMAG, sondern auch demjenigen von Art. 156 FinfraG. Der Irrtum dürfte darin begründet liegen, dass die Zuständigkeit unter altem Recht bei den Kantonen lag, vgl. dazu BSK FinfraG-WOHLERS/PFLAUM (FN 19), Art. 156 N 1.

folgungsbehörden zu benachrichtigen, wenn sie Kenntnis von Widerhandlungen gegen das FINMAG oder gegen ein anderes Finanzmarktgesetz erhält.⁵⁹ Zudem ist die FINMA befugt, anderen inländischen und unter bestimmten Voraussetzungen⁶⁰ auch ausländischen Aufsichtsbehörden sowie der SNB nicht öffentlich zugängliche Informationen zu übermitteln, sofern diese ausschliesslich der Erfüllung ihrer Aufgaben dienen.⁶¹ Überdies kann die FINMA zum Vollzug der Finanzmarktgesetze direkte Prüfungen bei Beaufsichtigten im Ausland selbst vornehmen oder durch Prüfgesellschaften oder beigezogene Prüfbeauftragte vornehmen lassen.⁶²

Letztlich ist es die FINMA, welche in der Schweiz eine zentrale Rolle in der Beurteilung von *«inbound»* Marktzugangsfragen wahrnimmt. So ist die FINMA etwa dafür zuständig, Handelsplätzen, die ihren Sitz im Ausland haben, eine Anerkennung zu erteilen, bevor sie Schweizer Teilnehmern Zugang zu ihren Einrichtungen gewähren.⁶³ Die FINMA kann ausländische Handelsplätze individuell anerkennen⁶⁴ oder eine generelle Anerkennung für Handelsplätze mit Sitz in einem bestimmten Staat ausspre-

- Art. 38 Abs. 3 FINMAG. Diese Pflicht erstreckt sich insbesondere nur auf Widerhandlungen, von denen die FINMA bei der Ausübung ihrer Tätigkeit Kenntnis erlangt. Sie ist nicht verpflichtet, aktiv nach dem Vorliegen anzeigepflichtiger Delikte zu fahnden, vgl. Botschaft vom 1. Februar 2006 zum Bundesgesetz über die eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz; FINMAG), BBI 2006 2829 ff. (zit. Botschaft FINMAG), 2885; BSK FINMAG-SCHWOB/WOHLERS (FN 19), Art. 38 N 10.
- Die Übermittlung nicht öffentlich zugänglicher Informationen an ausländische Finanzmarktaufsichtsbehörden darf nur geschehen, sofern diese Informationen ausschliesslich zum Vollzug des Finanzmarktrechts verwendet oder zu diesem Zweck an andere Behörden, Gerichte oder Organe weitergeleitet werden (Art. 42 Abs. 2 lit. a FINMAG) oder die ersuchenden Behörden an ein Amts- oder Berufsgeheimnis gebunden sind, wobei Vorschriften über die Öffentlichkeit von Verfahren und die Orientierung der Öffentlichkeit über solche Verfahren vorbehalten bleiben (Art. 42 Abs. 2 lit. b FINMAG).
- 61 Art. 39 Abs. 1 FINMAG. Darüber hinaus kann die FINMA auch mit dem EFD nicht öffentlich zugängliche Informationen über bestimmte Finanzmarktteilnehmer austauschen, wenn es der Aufrechterhaltung der Stabilität des Finanzsystems dient (Art. 39 Abs. 2 FINMAG).
- Art. 43 Abs. 1 FINMAG. Zu den Voraussetzungen für die Durchführung direkter grenzüberschreitender Prüfungen vgl. Art. 43 Abs. 3 lit. a–e FINMAG.
- 63 Art. 41 Abs. 1 FinfraG.
- ⁶⁴ Eine Anerkennung wird erteilt, wenn der ausländische Handelsplatz einer angemessenen Regulierung und Aufsicht untersteht (Art. 41 Abs. 2 lit. a FinfraG). Ferner dürfen die zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörden keine Einwände gegen die grenzüberschreitende Tätigkeit des ausländischen Handelsplatzes erheben (Art. 41 Abs. 2 lit. b Ziff. 1 FinfraG), und sie müssen zusichern, dass sie die FINMA benachrichtigen, wenn sie bei Schweizer Teilnehmern Gesetzesverletzungen oder sonstige Missstände feststellen (Art. 41

chen.⁶⁵ Ähnliches gilt für zentrale Gegenparteien⁶⁶ und Transaktionsregister⁶⁷ mit Sitz im Ausland.

B. EU

Das europäische Finanzmarktaufsichtsystem basiert – vergleichbar mit demjenigen in der Schweiz – ebenfalls auf einem Zwei-Säulen-Modell, das zwischen der Finanzaufsicht auf der Makro- und der auf der Mikroebene unterscheidet. Den Rechtsrahmen hierfür bildet das sog. European System of Financial Supervision (ESFS), das auf europäischer Ebene seit dem 1. Januar 2012 in Kraft ist.

Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)⁶⁹, der bei der Europäischen Zentralbank (EZB) angesiedelt ist, fungiert als «Frühwarnsystem» auf der Makroebene.⁷⁰ Der ESRB soll die allgemeine Stabilität des europäischen Finanzsystems überwachen und ggf.

Abs. 2 lit. b Ziff. 2 FinfraG), sowie der FINMA Amtshilfe leisten (Art. 41 Abs. 2 lit. b Ziff. 3 FinfraG).

Warnungen aussprechen.^{71, 72} Er hat keine eigene Rechtspersönlichkeit, sondern ist als blosses Kooperationsgremium mit Vertretern der Europäischen Kommission, der Europäischen Zentralbank, mit Vertretern der Europäischen und nationalen Aufsichtsbehörden sowie mit Vertretern von Notenbanken konzipiert.⁷³

Die mikroprudentiellen Aufsichtsmechanismen wurden im Nachgang der Finanzmarktkrise 2007/2008 auf europäischer Ebene übergreifend gestärkt. Dies erfolgte mit der Schaffung neuer sektoraler europäischer Aufsichtsbehörden (sog. ESA).⁷⁴ Im Einzelnen handelt es sich dabei um die EBA (Europäische Bankenaufsichtsbehörde)⁷⁵, die ESMA (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)⁷⁶ und die EIOPA (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung).^{77,78}

Die ESA sind europäische Agenturen mit eigener Rechtspersönlichkeit, die zusammen mit den nationalen Aufsichtsbehörden die mikroprudentielle Aufsicht wahrnehmen. Hierfür erlassen sie Leitlinien und Empfehlungen, die sich an nationale Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmer richten⁷⁹ und eine kohärente und einheitliche Rechtsanwendung sicherstellen sollen. Die Leitlinien und Empfehlungen sind durch die nationalen Aufsichtsbehörden nach dem Grundsatz *«comply or explain»* anzuwenden: Die nationalen Aufsichtsbehörden müssen den ESA binnen zwei Monaten nach Erlass der Empfehlung bzw. der Leitlinie bestätigen, ob sie dieser nachkommen, sowie die Gründe für das allfällige Nichtnachkommen

Ein ausländischer Handelsplatz gilt als anerkannt, wenn die FINMA feststellt, dass der Staat, in dem der Handelsplatz seinen Sitz hat, seine Handelsplätze angemessen reguliert und beaufsichtigt (Art. 41 Abs. 3 lit. a FinfraG) und die Voraussetzungen nach Art. 41 Abs. 2 lit. b Ziff. 1-3 FinfraG erfüllt sind (Art. 41 Abs. 3 lit. b FinfraG). Die FINMA behält sich eine Verweigerung der Anerkennung vor, wenn der Staat, in dem der ausländische Handelsplatz seinen Sitz hat, den Schweizer Handelsplätzen weder tatsächlichen Zugang zu seinen Märkten gewährt noch die gleichen Wettbewerbsmöglichkeiten bietet wie inländischen Handelsplätzen (Art. 41 Abs. 4 FinfraG). Zum Kriterium der «angemessenen Regulierung und Aufsicht» vgl. BSK FinfraG-BAHAR (FN 19), Art. 60 N 10, und SK FinfraG-SCHÄREN, Art. 60 N 20 f., in: Rolf Sethe/ Olivier Favre/Martin Hess et al. (Hrsg.), Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Schulthess Kommentar, Zürich/ Basel/Genf 2017 (zit. SK FinfraG-Verfasser).

Art. 60 FinfraG. Im Unterschied zur Anerkennung eines ausländischen Handelsplatzes gem. Art. 41 Abs. 3 FinfraG oder eines ausländischen Transaktionsregisters nach Art. 80 Abs. 3 FinfraG ist die Anerkennung ausländischer zentraler Gegenparteien keine generelle Anerkennung, sondern eine einzelfallbezogene, sodass jede ausländische zentrale Gegenpartei ein Anerkennungsgesuch stellen muss, vgl. BSK FinfraG-BAHAR (FN 19), Art. 60 N 8.

⁶⁷ Art. 80 FinfraG.

MARKUS LUTTER/WALTER BAYER/JESSICA SCHMIDT, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 6. A., Berlin/Boston 2018, N 14.97.

⁶⁹ Engl.: European Systemic Risk Board.

Neben dem ESRB nimmt die EZB eigenständig bestimmte makroprudentielle Aufsichtsbefugnisse wahr. Als Zentralbank des Euro-Währungsgebiets wurden ihr etwa besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Zulassung und Aufsicht über Kreditinstitute übertragen, vgl. Art. 4 VO (EU) Nr. 1024/2013, ABI. L 287/63 vom 29.10.2013.

Zur Rechtsgrundlage vgl. VO (EU) Nr. 1092/2010, ABI. L 331/1 vom 15.12.2010.

Vgl. AXEL KÄMMERER, Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem (ESFS) – Modell für eine europäisierte Verwaltungsarchitektur?, NVwZ 2011, 1281 ff., 1282; eingehend zu den Aufgaben und den Befugnissen des ESRB vgl. LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 68), N 14.102.

FABIAN WALLA, § 11 Kapitalmarktaufsicht in Europa, in: Rüdiger Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. A., Tübingen 2014 N 38

⁷⁴ Engl.: European Supervision Authorities.

⁷⁵ Engl.: European Banking Authority.

⁶ Engl.: European Securities and Markets Authority. Im Rahmen des Kollektivanlagenrechts und im Bereich der Wertpapierdienstleistungen nimmt die ESMA ihre Befugnisse im Anwendungsbereich der AIFMD, UCITSD und MiFID II/MiFIR wahr.

Engl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority.

Die Rechtsgrundlagen für die Schaffung der ESA bilden die weitestgehend deckungsgleichen Verordnungen: VO (EU) Nr. 1093/2010, ABI. L 331/12 vom 15.12.2010 (zit. EBA-VO); VO (EU) Nr. 1095/2010, ABI. L 331/84 vom 15.12.2010 (zit. ESMA-VO); VO (EU) Nr. 1094/2010, ABI. L 331/48 vom 15.12.2010 (zit. EIOPA-VO).

Art. 16 ESMA-VO; Art. 16 EBA-VO; Art. 16 EIOPA-VO; Käm-MERER (FN 72), 1284 f.

angeben. 80 Im Sinne eines *«naming and shaming»* veröffentlichen die ESA die Tatsache, dass die betroffene Aufsichtsbehörde der Empfehlung bzw. der Leitlinie nicht nachkommen wird. 81

Eine weitere bedeutende Aufgabe der ESA besteht in der aktiven Mitwirkung im Gesetzgebungsprozess: Sie entwickeln technische Regulierungs- und Durchführungsstandards, die durch die Kommission sodann in Form einer Verordnung oder eines Beschlusses verabschiedet werden. Sehliesslich überwachen die ESA die Einhaltung des Unionsrechts, wobei dies indirekt erfolgt: Die primären Ansprechpartner der ESA sind die nationalen Aufsichtsbehörden. Gleichwohl sind die ESA unter Umständen zu direkten Eingriffen gegen Marktteilnehmer befugt.

Zuletzt – mit der Geltung ab dem 1. Januar 2020 – erfolgte eine Reformierung der institutionellen ESA-Grundlagen, indem die VO (EU) 2019/2175 die massgeblichen ESA-Verordnungen abgeändert hat. In inhaltlicher Sicht bezog sich die Reform auf die Organisationsstruktur

80 Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 2 ESMA-VO; Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 2 EBA-VO; Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 2 EIOPA-VO.

der ESA und die Ausweitung ihrer Aufsichtsbefugnisse mit dem Ziel der Steigerung der Konvergenz der Finanzaufsicht und der Aufsichtspraktiken in der EU vor dem Hintergrund der Vollendung der Kapitalmarktunion.88 Aus Schweizer Perspektive ist insbesondere die Erweiterung der Kompetenzen der ESA im Bereich der internationalen Beziehungen einschliesslich Drittlandregulierung und Gleichwertigkeitsbeschlüssen von Bedeutung. 89 Das europäische Finanzmarktrecht stellt nämlich Drittstaaten unterschiedliche Marktzugangsoptionen zur Verfügung. wobei das sog. Äquivalenzprinzip eine zentrale Rolle einnimmt. 90 Aus institutioneller Sicht bemerkenswert ist dabei, dass Äquivalenzentscheide weitgehend durch die Europäische Kommission (d.h. ein europäisches Exekutivorgan, welches ein Teil des politischen Systems der EU ist) gefällt werden, die sich in der Regel auf Empfehlungen der ESA stützt.91

Abgesehen von der Tendenz zur Stärkung der ESA-Befugnisse finden die direkte laufende mikroprudentielle Aufsicht sowie das damit verbundene Enforcement grundsätzlich auf der nationalen Ebene durch die dafür zuständigen Aufsichtsbehörden statt. Diese unterliegen gegenüber dem ESRB und den ESA zahlreichen Mitwirkungspflichten (z.B. die Umsetzung von Leitlinien und Empfehlungen), können aber im Gegenzug von ihnen eingeräumten Rechten profitieren (insbesondere Informationsversorgung).⁹²

C. Vergleich

Mit Blick auf den Aufbau der Aufsichtsstrukturen kann festgehalten werden, dass sowohl auf europäischer Ebene wie auch in der Schweiz zwischen mikro- und makroprudentieller Aufsicht unterschieden wird, wobei die jeweiligen Aufsichtsbefugnisse unterschiedlichen Institutionen übertragen werden. In der Schweiz sind die Kompetenzen bezüglich der Makro- und Mikroaufsicht zwischen der Nationalbank und der FINMA aufgeteilt. Letztere wird von nun an die Aufgabe der Mikroaufsicht über die Marktteilnehmer und deren Verhalten – nach horizontalem Konzept – wahrnehmen, d.h. nach einem Konzept, das gleichermassen für alle Finanzmarktakteure gilt. ⁹³ Während die Finanzmarktregulierung in der Schweiz grundsätzlich dem ordentlichen Gesetzgeber obliegt, hat

Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 3 ESMA-VO; Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 3 EBA-VO; Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 3 EIOPA-VO.

⁸² Zur Gesetzgebung in der EU vgl. IV.B.

⁸³ Vgl. Art. 8 Abs. 1 lit. a und Art. 10 ff. VO (EU) Nr. 1095/2010 (sog. ESMA-VO).

⁸⁴ Vgl. Lutter/Bayer/Schmidt (FN 68), N 31.10.

Einzig die ESMA verfügt notabene über ausschliessliche Zuständigkeiten (einschliesslich Eingriffsbefugnissen) unter anderem in Bezug auf die Registrierung und Aufsicht über Rating-Agenturen und Transaktionsregister, vgl. LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 68), N 31.18 m.w.H.

⁸⁶ Vgl. Art. 17 VO (EU) Nr. 1095/2010 (sog. ESMA-VO).

Beispielsweise ist im Rahmen der Überwachung der Einhaltung des Unionsrechts ein sog. drei-Stufen-Mechanismus vorgesehen, der bei Verletzung (Nichtanwendung) des Unionsrechts durch eine nationale Aufsichtsbehörde zur Anwendung kommt. Es handelt sich um ein förmliches Verfahren unter Beteiligung der Europäischen Kommission, dessen Ziel es ist, die nationale Aufsichtsbehörde zur Einhaltung des Unionsrechts zu bewegen (vgl. zum Ganzen Art. 17 Abs. 1-5 VO [EU] Nr. 1095/2010). Kommt die nationale Aufsichtsbehörde der Empfehlung der ESA bzw. der förmlichen Stellungnahme der Kommission innert vorgesehener Frist nicht nach, so kann die ESA zur Wiederherstellung von neutralen Wettbewerbsbedingungen auf dem Markt sowie zur Sicherstellung der Integrität des Finanzsystems einen an einen Finanzmarktteilnehmer direkt gerichteten Beschluss erlassen, sofern die betroffenen Rechtsakte auf diesen Finanzmarktteilnehmer direkt anwendbar sind (vgl. Art. 17 Abs. 6 VO [EU] Nr. 1095/2010). Solche Beschlüsse haben Vorrang vor früheren Beschlüssen von nationalen Aufsichtsbehörden, die in gleicher Sache erlassen wurden (Art. 17 Abs. 7 VO [EU] Nr. 1095/2010). Auch in einem Krisenfall kann die ESA als ultima ratio Finanzmarktteilnehmer direkt zum Ergreifen von Massnahmen verpflichten (vgl. Art. 18 Abs. 4 Abs. VO [EU] Nr. 1095/2010).

⁸⁸ Vgl. Erw. 3, 4 und 7 VO (EU) 2019/2175.

⁸⁹ Vgl. dazu die Ausführungen unter FN 15.

⁹⁰ Vgl. dazu IV.B.

JUTZI/SCHÄREN (FN 8), GesKR 2019, 416 f. m.w.H.

⁹² Vgl. Lutter/Bayer/Schmidt (FN 68), N 14.128.

³ Vgl. zur horizontalen Regulierungsarchitektur III.A.2.

die FINMA im Rahmen ihrer Regulierungskompetenz insbesondere mit Blick auf fachtechnische Regelungsgehalte massgeblichen Einfluss. Zudem ist die FINMA für das Finanzmarkt-Enforcement zuständig.

Auch in der EU besteht die Kompetenzteilung zwischen dem ESRB, der für die Makroaufsicht über das gesamte Finanzsystem der EU zuständig ist, und den sektoralen europäischen Aufsichtsbehörden. 94 Doch diese sind in erster Linie für die Erarbeitung von Legislativakten und Leitlinien im Rahmen der ihnen durch die europäische Gesetzgebung zugestandenen Kompetenzen zuständig; direkte Aufsichtsbefugnisse bestehen nur in Ausnahmefällen. 95 Vielmehr erfolgt die Aufsicht indirekt, indem die europäischen Aufsichtsbehörden die nationalen Aufsichtsbehörden beaufsichtigen. Im Ergebnis wird die Mikroaufsicht – bedingt durch das Konstrukt der EU und der noch bestehenden umfassenden Kompetenzwahrung der nationalen Aufsichtsbehörden – durch ein Zusammenspiel der nationalen und europäischen Aufsichtsbehörden sichergestellt. Auch die Regulierung erfolgt im Zusammenspiel zwischen dem europäischen und den nationalen Gesetzgebern in Mitgliedstaaten, welche die europäischen Rechtsakte ins nationale Recht umzusetzen bzw. direkt anzuwenden haben. Für das Enforcement sind schliesslich grundsätzlich nationale Behörden zuständig.96

Bemerkenswert ist schliesslich, dass in der Schweiz die FINMA, also eine politisch unabhängige prudentielle Aufsichtsbehörde, Beschlüsse im Hinblick auf den Marktzutritt von Akteuren aus Drittstaaten fällt.⁹⁷ In der EU liegen die entsprechenden Kompetenzen hingegen überwiegend bei der Europäischen Kommission, welche ein politisches supranationales Exekutivorgan darstellt.

III. Regulierungsinhalte

A. Schweiz

1. Kategorien

Das schweizerische Finanzmarktrecht kann in inhaltlicher Sicht – reduziert auf das Wesentliche – in folgende Kategorien aufgeteilt werden:98

Das Schweizer Bankrecht regelt die Bankentätigkeit bzw. den Regelungsgegenstand «Bank». Im Zentrum steht dabei die Entgegennahme von sog. Publikumseinlagen. Diese Regulierungen finden sich in erster Linie im BankG⁹⁹ und der dazugehörigen BankV.¹⁰⁰ Eigenmittelvorschriften sowie insbesondere die mit Eigenmitteln zu unterlegenden Risiken im Banken- und Effektenhandelsgeschäft werden durch die ERV101 erfasst. Die FINMA ist ermächtigt, Vorschriften über Eigenmittel und Liquidität für Finanzgruppen und -konglomerate zu erlassen; 102 Sanierungsverfahren¹⁰³ sowie die Einlagensicherung¹⁰⁴ fallen im Schweizer Bankrecht allesamt unter das BankG. Weitere Quellen des schweizerischen Bankrechts bestehen in der LiqV¹⁰⁵, die qualitative und quantitative Liquiditätsanforderungen für die Banken vorsieht, sowie in der ABV-FINMA¹⁰⁶, die für ausländische Banken gilt, die in der Schweiz eine Zweigniederlassung errichten möchten. 107

Die Kompetenzteilung zwischen der Aufsicht auf der Mikro- und der Makroebene besteht in der Regel auf der Ebene der einzelnen Mitgliedstaaten, wie dies beispielsweise in Deutschland bei der Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der Fall ist.

In Ausnahmefällen, beispielsweise in Krisensituationen, bestehen auch direkte Eingriffsbefugnisse seitens der ESA, vgl. Art. 9 Abs. 5 VO (EU) Nr. 1093/2010, ABI. L 331/12 vom 15.12.2010; Art. 9 Abs. 5 VO (EU) Nr. 1094/2010, ABI. L 331/48 vom 15.12.2010; Art. 9 Abs. 5 VO (EU) Nr. 1095/2010, ABI. L 331/84 vom 15.12.2010.

Vgl. für die Ausnahmen FN 87.

⁹⁷ Als Anstalt des öffentlichen Rechts ist die FINMA eine selbstständige Einheit der öffentlichen Verwaltung, die vom Staat getragen, aber von ihm ausgegliedert und mit gesetzlicher Unabhängigkeit versehen ist, vgl. BSK FINMAG-HÜNERWADEL/TRANCHET (FN 19), Art. 4 N 2.

Die Kategorisierung erfolgt analog zur Kategorisierung im europäischen Recht, vgl. dazu III.B.1. sowie Elias BISCHOF, Die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit. Eine Betrachtung des schweizerischen Finanzmarktrechts im Lichte internationaler Standards und des Rechts der Europäischen Union, Diss. Basel 2016, Zürich/Basel/Genf 2016, 43; PETER JUNG/ELIAS BISCHOF, Europäisches Finanzmarktrecht. Die Regulierung von Märkten, Unternehmen und Dienstleistungen durch die europäische Union, Baden-Baden/Zürich/St. Gallen 2015, N 1 ff.

⁹⁹ Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz; SR 952.0).

Verordnung vom 30. April 2014 über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung; SR 952.02).

Verordnung vom 1. Juni 2012 über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (Eigenmittelverordnung; SR 952.03).

¹⁰² Art. 3g Abs. 1 und 2 BankG.

¹⁰³ Art. 28 ff. BankG.

¹⁰⁴ Art. 37h ff. BankG.

Verordnung vom 30. November 2012 über die Liquidität der Banken (Liquiditätsverordnung; SR 952.06).

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 21. Oktober 1996 über die ausländischen Banken in der Schweiz (Auslandbankenverordnung-FINMA; SR 952.111).

Darüber hinaus bilden auch die Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 30. August 2012 über die Insolvenz von Banken und Effektenhändlern (Bankeninsolvenzverordnung-FINMA, BIV-FINMA; SR 952.05), die Verordnung der Eidge-

Die Grundlagen des schweizerischen *Kapitalmarktrechts*¹⁰⁸ bilden zum einen das FinfraG und zum anderen das FIDLEG. Das FinfraG regelt zusammen mit der FinfraV¹⁰⁹ und der FinfraV-FINMA¹¹⁰ die Organisation und den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen in ihrer Gesamtheit und vereint die zuvor auf das BEHG¹¹¹, das BankG und das NBG verteilten Bestimmungen in einer Kodifikation.¹¹² Das FinfraG reguliert die Bewilligungspflicht für Börsen, multilaterale Handelssysteme, zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer, Transaktionsregister sowie Zahlungssysteme und enthält sämtliche Regeln, die im Zusammenhang mit dem Handel von Effekten und Derivaten für alle Finanzmarktteilnehmer gelten (sog. Marktverhaltensregeln).¹¹³ Auch das FIDLEG bildet eine

nössischen Finanzmarktaufsicht über die Rechnungslegung vom 31. Oktober 2019 (SR 952.024.1) sowie das Pfandbriefgesetz vom 25. Juni 1930 (PfG; SR 211.423.4) eine bankrechtliche Rechtsgrundlage.

Verordnung vom 25. November 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung; SR 958.11).

Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; SR 954.1). wesentliche Grundlage des Kapitalmarktrechts, da sich Prospektanforderungen für Effekten, die öffentlich angeboten oder an einem Handelsplatz gehandelt werden, 114 sowie sektorenübergreifende Verhaltensregeln für sämtliche Finanzdienstleister 115 im FIDLEG und in der dazugehörigen FIDLEV 116 befinden. 117 Als eine weitere Kapitalmarktrechtsquelle gilt schliesslich das BEG 118, das die Verwahrung von Wertpapieren und Wertrechten durch Verwahrstellen sowie deren Übertragung zum Gegenstand hat.

Das kollektive Vermögensverwaltungsrecht war bisher im KAG¹¹⁹ und in den dazugehörigen Verordnungen (KKV¹²⁰, KKV-FINMA¹²¹ und KAKV-FINMA¹²²) verankert. Diese Unität wurde mit dem Inkrafttreten des FIDLEG und des FINIG durchbrochen, indem gewisse Normen aus dem KAG herausgelöst und in das FIDLEG bzw. das FINIG transferiert wurden (so z.B. die Prospektpflichten¹²³ oder die Regelungen zu Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen¹²⁴). ¹²⁵ Mit dem FINIG wird die Aufsicht über sämtliche Finanzdienstleister, die in irgendeiner Form das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben, in einem einheitlichen Erlass geregelt. 126 Bedeutsam in diesem Zusammenhang ist, dass auch Verwalter von Vermögenswerten von Vorsorgeeinrichtungen¹²⁷ sowie von individuellen Kundenvermögen¹²⁸ neu einer Aufsicht unterstellt sind.

Während auf EU-Ebene der Kapitalmarkt differenzierend als ein Teil des Finanzmarkts verstanden wird, geht man hierzulande gelegentlich von einer synonymen Deutung beider Begriffe aus, vgl. Kunz (FN 22), 5 ff.: Kunz verweist in diesem Zusammenhang auf das FINMAG, das nur Finanzmarktgesetze erwähnt. Vorliegend wird von einer terminologischen Gegenüberstellung beider Begriffe abgesehen und stattdessen auf die einschlägige Literatur verwiesen, vgl. etwa Lutter/Bayer/Schmidt (FN 68), N 14.5; Eike Muhr, Das Prinzip der Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel des Reformvorhabens zur Änderung der Transparenzrichtlinie, Diss. Köln, Baden-Baden 2014, 24 f. m.w.H.; MARK K. Oulds, in: Peter O. Mülbert/Andreas Früh/Thorsten Seyfried (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln 2019, N 10.1; Tho-MAS JUTZI, Unternehmenspublizität. Grundlinien einer rechtlichen Dogmatik zur Offenlegung von unternehmensbezogenen Informationen, Habil. Bern, Bern 2017, N 452 ff.

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 3. Dezember 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastruk turverordnung-FINMA; SR 958.111).

Art. 1 Abs. 1 FinfraG. Das FinfraG hob die entsprechenden Bestimmungen im BEHG, NBG und im BankG auf, vgl. Botschaft vom 3. September 2014 zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), BBI 2014 7483 ff. (zit. Botschaft FinfraG), 7498. Siehe auch BSK FinfraG-WATTER (FN 19), Art. 1 N 7; RENÉ BÖSCH/STEFAN KRAMER, Schweizer Finanzmarktrecht im Umbruch – Das Finanzmarktinfrastrukturgesetz als eine der neuen Säulen, SJZ 2014, 249 ff., 249.

Dies sind einerseits die bis zum Inkrafttreten des FinfraG im Börsengesetz geregelten Normen über die Offenlegung von Beteiligungen, die öffentlichen Kaufangebote sowie über den Insiderhandel und Marktmanipulation und andererseits die neuen Regeln zum Derivatehandel, vgl. Botschaft FinfraG (FN 112), 7498 ff. Damit werden im Unterschied zur EU der Betrieb von Handelsplätzen und

sämtliche marktbezogenen Pflichten in einem Gesetz (FinfraG) geregelt, vgl. dazu IV.C.

¹¹⁴ Art. 35 ff. FIDLEG.

¹¹⁵ Art. 7 ff. FIDLEG.

Verordnung vom 6. November 2019 über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsverordnung; SR 950.11).

Vgl. dazu sogleich III.A.2.

Bundesgesetz vom 3. Oktober 2008 über Bucheffekten (Bucheffektengesetz; SR 957.1).

¹¹⁹ Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz; SR 951.31).

Verordnung vom 22. November 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung; SR 951.311).

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 27. August 2014 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung-FINMA; SR 951.312).

Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 6. Dezember 2012 über den Konkurs von kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagen-Konkursverordnung-FINMA; SR 951.315.2).

¹²³ Art. 48 ff. FIDLEG.

¹²⁴ Art. 24 ff. FINIG.

Vgl. zum Ganzen III.A.2.

¹²⁶ Vgl. dazu III.A.2.

¹²⁷ Art. 2 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 24 Abs. 1 lit. b FINIG.

¹²⁸ Art. 2 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 17 Abs. 1 FINIG.

Das schweizerische (*Privat-*) Versicherungsrecht setzt sich aus dem VAG¹²⁹ sowie dem VVG¹³⁰ und den dazugehörigen Verordnungen (AVO,¹³¹ AVO-FINMA,¹³² VKV-FINMA,¹³³ Verordnung über die Aufhebung von Beschränkungen der Vertragsfreiheit in Versicherungsverträgen¹³⁴) zusammen. Zwar wurde im Rahmen des FIDLEG-Gesetzgebungsverfahrens über eine Anwendung der FIDLEG-Verhaltenspflichten auf Versicherungsvermittler beraten, letztlich entschloss man sich jedoch dazu, die Verhaltenspflichten des FIDLEG nicht auf Versicherungsunternehmen auszudehnen.¹³⁵

Neben den beschriebenen Kategorien des schweizerischen Finanzmarktrechts sind schliesslich das *GwG* sowie die dazugehörigen Verordnungen zu beachten, ¹³⁶ welche einen sektorenübergreifenden Rechtsrahmen zur Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung festlegen sowie Anforderungen an die damit verbundene Sorgfalt bei Finanzgeschäften enthalten.

2. Architektur

Was das architektonische Konzept anbelangt, gründete das schweizerische Finanzmarktrecht lange Zeit hauptsäch-

Bundesgesetz vom 17. Dezember 2004 betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz; SR 961.01). lich auf einer vertikalen «Säulenarchitektur». ^{137, 138} Dies bedeutet, dass sich materiellrechtliche Aufsichtsnormen aus den jeweiligen branchenspezifischen Finanzmarktgesetzen ergaben; ¹³⁹ die verschiedenen Finanzintermediäre wie Banken, Versicherungen oder kollektive Kapitalanlagen hatten ihre aufsichtsrechtlichen Regelungsinhalte den einzelnen Finanzmarktgesetzen und den dazugehörigen Verordnungen zu entnehmen. Der Nachteil bestand dabei darin, dass sich die regulatorischen Rahmenbedingungen stark unterschieden, sodass teilweise uneinheitliche Wettbewerbsbedingungen vorlagen. ¹⁴⁰ Dies ist nicht zuletzt auf den Umstand zurückzuführen, dass die einzelnen Finanzmarktgesetze jeweils aus speziellen Regulierungsbedürfnissen ihrer Zeit entstanden und dadurch eine unterschiedliche Regulierungsdichte und uneinheitliche

- Die Begriffe «Säulenarchitektur», «Säulenmodell», «Siloregulierung», «sektorale Regulierung» und «Vertikalkonzept» können synonym verstanden werden, zumal sie im Wesentlichen dasselbe beschreiben. Gegenstück dazu bildet die «Horizontalregulierung», auch bekannt als «Ebenenmodell» oder «Dachmodell». Vgl. zu all dem sogleich. BÖSCH/KRAMER (FN 112), 249 ff.; BÄRTSCHI und FAHRLÄNDER greifen im Zusammenhang mit der künftigen Finanzmarktarchitektur auf den Begriff der «Säulen» bzw. «Pfeiler» zurück, erörtern damit aber jene Inhalte, welche die übrige Lehre als «Ebenen» bezeichnet, vgl. HARALD BÄRTSCHI, Finanzmarktregulierung im Fluss, SZW 2014, 459 ff. und LUKAS FAHRLÄNDER, Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz, ZBB 2019, 225 ff., 226.
- Für eine Gegenüberstellung des bisherigen «Säulenmodells» und des künftigen «Ebenenmodells» vgl. etwa Sandro Abegglen/ YANNICK WETTSTEIN, Zum Anbieten kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG - und ausgewählte Aspekte der dabei einzuhaltenden Verhaltenspflichten, SZW 2018, 131 ff.; BISCHOF (FN 98), 42 ff.: PHILIPPE BORENS, Finanzmarkt: Börsen und Effektenhändler, in: Giovanni Biaggini/Isabelle Häner/Urs Saxer/Markus Schott (Hrsg.), Fachhandbuch Verwaltungsrecht, Zürich 2015, 125 ff., 131; DOMENIC OLIVER BRAND, Anspruchsdurchsetzung in B2C-Finanzdienstleistungsstreitigkeiten, AJP 2015, 86 ff., 91; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts, Bern 2014, § 3 N 41; PETER NOBEL, Finanzmarktrecht: Neue Architektur - Neuer Wein?, BJM 2015, 129 ff., 130; PETER V. Kunz, Braucht es eine neue Architektur des Finanzmarktrechts für die Schweiz?, Die Volkswirtschaft 2014, 18 ff. (zit. Kunz, Die Volkswirtschaft), 18; DERS., Schweizer Wirtschaftsrecht im 21. Jahrhundert: Ausblick(e) zwischen Hoffen und Bangen, AJP 2015, 411 ff. (zit. Kunz, AJP 2015), 424; Daniel Roth, Gesetzgebungsprojekte: FIDLEG, FINIG und FinfraG, SZW 2014, 608 ff., 608 ff.; SK FinfraG-SETHE (FN 65), Einleitung N 2 ff.; ROLF H. WEBER, Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung, SZW 2014, 577 ff., 583 ff.
- BORENS (FN 138), 131; BRAND (FN 138), AJP 2015, 91; JUTZI/ SCHÄREN (FN 138), § 3 N 41; KUNZ, Die Volkswirtschaft (FN 138), 18.
- Namentlich wichen die regulatorischen Rahmenbedingungen für die Erbringung von Finanzdienstleistungen je nach Anwendungsbereich des jeweiligen Erlasses in qualitativer Hinsicht voneinander ab, vgl. BORENS (FN 138), 131; JUTZI/SCHÄREN (FN 138), § 3 N 41.

Bundesgesetz vom 2. April 1908 über den Versicherungsvertrag (Versicherungsvertragsgesetz; SR 221.229.1).

Verordnung vom 9. November 2005 über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Aufsichtsverordnung; SR 961.011).

Verordnung vom 9. November 2005 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsverordnung-FINMA; SR 961.011.1).

Verordnung vom 17. Oktober 2012 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über den Konkurs von Versicherungsunternehmen (Versicherungskonkursverordnung-FINMA; SR 961.015.2).

Verordnung vom 1. März 1966 über die Aufhebung von Beschränkungen der Vertragsfreiheit in Versicherungsverträgen (SR 221.229.11).

Vielmehr sollen die Verhaltenspflichten im Rahmen einer Revision des VAG eingeführt werden und so ein «level playing field» zu den im FIDLEG erfassten Anlageprodukten hergestellt werden, vgl. NOBEL (FN 2), § 12 N 83 f.

Bundesgesetz vom 10. Oktober 1997 über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung (Geldwäschereigesetz; SR 955.0); Verordnung vom 11. November 2015 über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung (Geldwäschereiverordnung; SR 955.01); Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 3. Juni 2015 über die Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor (Geldwäschereiverordnung-FINMA; SR 955.033.0).

Regulierungsschwerpunkte aufwiesen.¹⁴¹ Während beispielsweise das PfG auf das Jahr 1930 und das BankG auf das Jahr 1934 zurückgehen, entstanden das BEHG (1995) und das GwG (1997) erst rund 60 Jahre später. Veranschaulichend ist in diesem Zusammenhang, dass erstmals im Jahr 1971 mit dem Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG ein Gewährsartikel in ein aufsichtsrechtliches Gesetz Eingang fand.¹⁴² Dieser wurde ab dann unter zeitlichem Aufschub auf verschiedene andere Finanzinstitute ausgedehnt und teilweise institutsspezifisch modifiziert (Effektenhändler 1995, Versicherungen 2004, Fondsleitungen und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen 2006, Finanzmarktinfrastrukturen 2016).¹⁴³ Zu Recht wurde deshalb auf die mangelnde Übersichtlichkeit der schweizerischen Finanzmarktgesetzgebung verwiesen.¹⁴⁴

Im Rahmen der «Horizontalregulierung» werden nicht mehr einzelne Finanzsektoren isoliert, sondern vielmehr Querschnittsthemen – z.B. Bewilligungsvoraussetzungen für Finanzintermediäre – branchenübergreifend reguliert. Damit wird die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen («level playing field») unter den Finanzdienstleistern angestrebt, die zudem einen verbesserten Kundenschutz und eine erhöhte Stabilität des Finanzsystems bewirken sollen. Das im Jahr 2009 in Kraft getretene FINMAG bildet den eigentlichen Startpunkt in der Umkehr vom vertikalen «Säulenmodell» hin zur «Horizontalregulierung». Dachge-

¹⁴¹ Roth (FN 138), 608 f.

setz» der wesentlichsten Finanzmarktgesetze schuf dieses Gesetz die FINMA als integrierte Aufsichtsbehörde¹⁴⁸ und stellte damit das formelle Finanzmarktrecht auf eine neue und einheitliche Grundlage. 149 Den zweiten Schritt im Übergang von der «Vertikalregulierung» zur «Horizontalregulierung» machte das FinfraG aus dem Jahr 2016. Ihren aktuellen Höhepunkt hat die «Horizontalregulierung» mit dem Erlass des FIDLEG und des FINIG erfahren, die am 1. Januar 2020 in Kraft getreten sind. 150 Während das FIDLEG branchenübergreifend die Voraussetzungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen regelt, unterstellt das FINIG zusammen mit dem BankG sämtliche Finanzinstitute, die gewerbsmässig Vermögensverwaltung für Dritte betreiben, einer kohärenten Aufsichtsregelung. 151 Obschon das FINMAG, FinfraG, FIDLEG und FINIG gemeinsam mit dem GwG von nun an die Horizontalen des schweizerischen Finanzmarktrechts bilden und das FinfraG sowie das FINIG das BEHG komplett abgelöst haben, werden bestimmte sektorspezifische Regulierungen fortbestehen. Zu diesen zählen etwa das PfG, das BankG, das VAG sowie das KAG. 152

DANIEL BAUMANN, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht. Unter besonderer Berücksichtigung des Börsen- und des Kollektivanlagenrechts sowie des geplanten FIDLEG, Diss. Bern, Zürich/Basel/Genf 2018, 104; BENEDIKT MAURENBRECHER/FABRICE ECKERT, Gewährserfordernis und Privatrecht, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Bankvertragsrecht, Basel 2017, 139 ff., 142.

¹⁴³ BAUMANN (FN 142), 104, Fn 570; MAURENBRECHER/ECKERT (FN 142), 142 f.

So etwa Kunz, Die Volkswirtschaft (FN 138), 18 f., welcher jedoch dahingehend relativiert, dass das «Säulenmodell» immerhin in der Praxis durchaus gut funktionierte.

ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 138), 131 f.; BORENS (FN 138), 132; BÖSCH/KRAMER (FN 112), 250; FAHRLÄNDER (FN 137), 226; SGHB Finanzmarktrecht-HETTICH (FN 18), § 1 N 17; KUNZ, Die Volkswirtschaft (FN 138), 19; SK FinfraG-SETHE (FN 65), Einleitung N 2.

Botschaft vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), BBI 2015 8901 ff. (zit. Botschaft FIDLEG/FINIG), 8938; ABEGGLEN/WETTSTEIN (FN 138), 131 f., 146; BÄRTSCHI (FN 137), 464 ff.; BORENS (FN 138), 131; FAHRLÄNDER (FN 137), 226; NOBEL (FN 138), 130; ROTH (FN 138), 608.

Diese Aussage muss insofern präzisiert werden, als das FINMAG zwar den Anfang der sog. «Kleeblattreform» konstituiert (vgl. zu diesem Begriff FN 150), es aber genau genommen das GwG war, das als erstes Gesetz vertikal ausgerichtete Regelungen für alle Finanzintermediäre branchenübergreifend vorsah, vgl. FAHRLÄNDER

⁽FN 137), 226; Kunz (FN 138), AJP 2015, 424; ROTH (FN 138), 609; SK FinfraG-Sethe (FN 65), Einleitung N 7. Zum Geltungsbereich des GwG vgl. statt vieler SHK GwG-Schären, Art. 2 N 1 ff., in: Peter V. Kunz/Thomas Jutzi/Simon Schären (Hrsg.), Geldwäschereigesetz (GwG), Stämpflis Handkommentar, Bern 2017.

Mit dem FINMAG werden die bis dahin getrennten Aufsichtsbehörden EBK, BPV und Kst GwG in einer selbstständigen öffentlich-rechtlichen Anstalt zusammengeführt, vgl. Botschaft FINMAG (FN 59), 2834. Vgl. auch NOBEL (FN 2), § 5 N 12 ff.

¹⁴⁹ BSK FINMAG-HÜNERWADEL/TRANCHET (FN 19), Art. 1 N 1. Unter das formelle Finanzmarktrecht können insbesondere die Organisation der Aufsicht und die Aufsichtsinstrumente subsumiert werden, vgl. BSK FINMAG-HÜNERWADEL/TRANCHET (FN 19), Art. 1 N 17.

Die Umstellung von der vertikalen zur horizontalen Architektur wird des Öfteren als sog. «Kleeblattreform» bezeichnet. Der Begriff steht sinnbildlich für die vier neuen Bundesgesetze (FINMAG, FinfraG, FIDLEG und FINIG), vgl. Brand (FN 138), AJP 2015, 91; FAHRLÄNDER (FN 137), 225 f.; KUNZ, Die Volkswirtschaft (FN 138), 19; KUNZ (FN 138), AJP 2015, 425; SK FinfraG-SETHE (FN 65), Einleitung N 2; TILL SPILLMANN/RICHARD MEYER, FIDLEG Prospektregelung I.–III., in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich 2016, 7 ff., 8; Weber (FN 138), 583 ff.; Urs Zulauf, Koregulierung in den «Kleeblattentwürfen» zum Schweizer Finanzmarktrecht, in: Felix Uhlmann (Hrsg.), Private Normen und staatliches Recht, Zürich/ St. Gallen 2015, 61 ff., 62.

Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 146), 8915.

Mancherorts wird angesichts dessen postuliert, dass der Wechsel zum «Ebenenmodell» weder neu noch vollständig sei. Ein übergreifendes Regulierungskonzept bedürfe vielmehr auch eines Finanzproduktegesetzes, was das äussere Konzept der Horizontalreform als in sich unschlüssig erscheinen lasse, vgl. SK FinfraG-Sethe (FN 65), Einleitung N 7.

ter.

B. EU

1. Kategorien

Das europäische Finanzmarktrecht kann inhaltlich anhand der Rechtsquellen in folgende Teilgebiete aufgeteilt werden:

Das Bankrecht wird in erster Linie durch die Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD IV, Capital Requirements Directive)¹⁵³ und die Kapitaladäguanzverordnung (CRR, Capital Requirements Regulation)¹⁵⁴ geregelt. Zusammen bilden sie den Rechtsrahmen für die Tätigkeitsaufnahme, den Aufsichtsrahmen und die Aufsichtsvorschriften für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen.¹⁵⁵ Die zentralen Themen der Regulierung stellen die Vorschriften zur Kapitalausstattung, Liquidität und Corporate Governance dar. Die CRD IV/CRR-Regulierung wird weiterhin durch die Bankensanierungs- und Abwicklungsrichtlinie (BRRD, Bank Recovery and Resolution Directive)¹⁵⁶, die überarbeitete Einlagensicherungsrichtlinie¹⁵⁷ und die durch die Europäische Kommission erlassenen technischen Regulierungs- und Durchführungsstandards und die Empfehlungen bzw. Leitlinien der EBA ergänzt. In ihrer Gesamtheit sollen diese bankrechtlichen Rechtsakte das sog. Single Rulebook des europäischen Bankrechts bilden und im Zusammenspiel mit dem einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism)¹⁵⁸, dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism)¹⁵⁹ und der noch zu realisierenden einheitlichen europäischen Einlagensicherung (European Deposit Insurance Scheme)160 die drei Pfeiler der Bankenunion in der EURO-Zone bilden. Zu beachten sind schliesslich zahlreiche Rechtsakte zum Bankprivatrecht. 161

¹⁶² Zum Kapitalmarktbegriff vgl. die Hinweise unter FN 108.

Das Kapitalmarktrecht¹⁶² erfasst den Zugang der

Emittenten zu regulierten und unregulierten Märkten so-

wie das Marktverhalten. 163 Die Grundlagen hierfür bilden die Prospektverordnung 164 mit Regelungen zur Primär-

marktpublizität, die Marktmissbrauchsverordnung¹⁶⁵ im

Zusammenspiel mit der Marktmissbrauchsrichtlinie¹⁶⁶, die Transparenzrichtlinie,¹⁶⁷ welche periodische Offenle-

gungspflichten börsenkotierter Unternehmen und deren

Anteilseigner festlegt, sowie die Übernahmerichtlinie¹⁶⁸

mit Regelungen zum Kontrollwechsel an börsenkotierten

Unternehmen. Darüber hinaus stellt die MiFID II¹⁶⁹ das

neue «Grundgesetz»¹⁷⁰ für die Erbringung von Wertpa-

pierdienstleistungen, Wertpapierhandel und die Orga-

nisation der Marktstruktur dar. Weiterhin legt die direkt

anwendbare MiFIR¹⁷¹ insbesondere den Rechtsrahmen

für die Handelsplätze sowie für den Handel mit Derivaten

fest und sieht Aufsichtsmassnahmen zur Produktinterven-

tion sowie Regelungen im Hinblick auf den Marktzutritt

von Drittlandfirmen vor. Schliesslich enthält die EMIR

(European Market Infrastructure Regulation)¹⁷² die Vor-

gaben für zentrale Gegenparteien und Transaktionsregis-

bilden zum einen die MiFID II mit Regelungen zur indi-

viduellen Vermögensverwaltung und zur Anlageberatung

und zum anderen die UCITSD IV173 sowie die AIFMD174

mit Vorschriften im Bereich der kollektiven Vermögens-

(Insurance Distribution Directive)177 den Rechtsrahmen

für die Auflösung von Versicherungs- und Rückversiche-

Schliesslich bilden die Solvency II¹⁷⁶ und die IDD

Die zentralen Pfeiler des Vermögensverwaltungsrechts

DIRK ZETZSCHE, Drittstaaten im Europäischen Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: Gregor Bachmann/Burkhard Breig (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität in Deutschland, Europa und Russland, Tübingen 2014, 47 ff., 51.

¹⁶⁴ VO (EU) Nr. 2017/1129, ABI. L 168/12 vom 30.6.2017.

¹⁶⁵ VO (EU) Nr. 596/2014, ABl. L 173/1 vom 12.6.2014.

¹⁶⁶ RL 2014/57/EU, ABI. L 173/179 vom 12.6.2014.

¹⁶⁷ RL 2013/50/EU, ABI. L 294/13 vom 6.11.2013.

¹⁶⁸ RL 2004/25/EG, ABl. L 142/12 vom 30.4.2004.

¹⁶⁹ Engl.: Markets in Financial Instruments Directive: RL 2014/65/ EU, ABI. L 173/349 vom 12.6.2014.

¹⁷⁰ LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 68), N 32.1 m.w.H.

Engl.: Markets in Financial Instruments Regulation: VO (EU)
Nr. 600/2014, ABl. L 173/84 vom 12.6.2014.

¹⁷² VO (EU) Nr. 648/2012, ABI. L 201/1 vom 27.7.2012.

¹⁷³ RL 2009/65/EG, ABI. L 302/32 vom 17.11.2009.

¹⁷⁴ RL 2011/61/EU, ABl. L 174/1 vom 1.7.2011.

¹⁷⁵ Vgl. ZETZSCHE (FN 163), 50 f. m.w.H.

¹⁷⁶ RL 2009/138/EG, ABl. L 335/1 vom 17.12.2009.

¹⁷⁷ RL 2016/97/EU, ABl. L 26/19 vom 2.2.2016.

¹⁵³ RL 2013/36/EU, ABI. L 176/338 vom 27.6.2013.

¹⁵⁴ VO (EU) Nr. 575/2013, ABl. L 176/1 vom 27.6.2013.

¹⁵⁵ Erw. 5 CRR.

¹⁵⁶ RL 2014/59/EU, ABI. L 173/190 vom 12.6.2014.

¹⁵⁷ RL 2014/49/EU, ABI. L 173/149 vom 12.6.2014.

¹⁵⁸ Vgl. die SSM-VO (VO [EU] Nr. 1024/2013, ABI. L 287/63 vom 29.10.2013).

¹⁵⁹ Vgl. die SRM-VO (VO [EU] Nr. 806/2014, ABl. L 225/1 vom 30.7.2014).

¹⁶⁰ Vgl. EDIS-Vorschlag (Vorschlag COM[2015] 586 final).

Z.B. die sog. Verbraucherkredit-RL (RL 2008/48/EG, ABI. L 133/66 vom 22.5.2008); Richtlinie über Zahlungsdienste im Binnenmarkt (RL 2015/2366/EU, ABI. L 337/35 vom 23.12.2015); Richtlinie über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher (RL 2002/65/EG, ABI. L 271/16 vom 9.10.2002); Richtlinie über Finanzsicherheiten (RL 2002/47/EG, ABI. L 168/34 vom 27.6.2002).

rungsunternehmen respektive für die Versicherungsvermittlung.

2. Architektur

Die gegenwärtige Architektur des Finanzmarktrechts der Europäischen Union ist im Wesentlichen dessen Genese geschuldet: Aufgrund der Zersplitterung des Finanzmarktrechts und wirtschaftlicher Divergenzen in den Mitgliedstaaten konnte das Ziel der Verwirklichung der Integration der Kapitalmärkte in der EU nur schrittweise erfolgen. Es fehlte zudem ein einheitliches Regelungskonzept. 178 Trotz des frühzeitig angelegten Ziels der Harmonisierung der Kapitalmärkte und der Schaffung eines Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen¹⁷⁹ verfolgte und verfolgt der europäische Gesetzgeber eine «vertikale» Regulierungsstrategie, auch wenn die Regulierung im Nachgang der Finanzmarktkrise zunehmend vom Gedanken der intersektoralen Regulierung geprägt ist. 180 Gleichwohl fand die vertikale Struktur der Regulierung zuletzt in der Schaffung der sektoralen Aufsichtsbehörden ihren Ausdruck. Die Spartenregulierung betrifft insbesondere die Tätigkeit der Kreditinstitute, 181 die Koordination der Wertpapiermärkte¹⁸² einschliesslich der Regulierung Verhinderung von Marktmissbräuchen, ¹⁸⁴ der Förderung bestimmter Anlageformen ¹⁸⁵ und der Versicherungstätigkeiten. ¹⁸⁶ Die einzelnen diesbezüglichen Rechtsakte wur-

der Wertpapierdienstleistungen¹⁸³ die Koordination der

Im Bereich der Marktintegrität lag der Fokus der Regulierung zunächst auf der Verhinderung vom Insiderhandel, was mit der sog. Insiderrichtlinie erreicht werden sollte (RL 89/592/EWG, ABI. L 334/30 vom 18.11.1989). Im Jahr 2003 erfolgte eine weitere Ausdifferenzierung der marktintegritätsschädigenden Verhaltensweisen, indem mit der sog. Marktmissbrauchsrichtlinie (RL 2003/6/EG, ABI. L 96/16 vom 12.4.2003) darüber hinaus die Marktmanipulation untersagt und die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität eingeführt wurde. Zuletzt wurden die Anforderungen an marktintegere Verhaltensweisen mit der Marktmissbrauchsverordnung (VO [EU] Nr. 596/2014, ABI. L 173/1 vom 12.6.2014) und der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie (RL 2014/57/EU, ABI. L 173/179 vom 12.6.2014), welche die strafrechtlichen Sanktionen für marktmissbräuchliches Verhalten harmonisiert, erheblich verschärft.

Im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen wurde mit der ersten Fassung der sog. UCITSD (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities Directive; RL 85/611/EWG, ABI. L 375/3 vom 31.12.1985) ein Produktpass für richtlinienkonforme Anlageprodukte verwirklicht. Heutzutage finden sich die Rechtsquellen des Kollektivanlagenrechts in erster Linie in der sog. UCITSD IV (RL 2009/65/EG, ABI. L 302/32 vom 17.11.2009) im Bereich offener kollektiver Kapitalanlagen sowie in der AIFMD, welche die Aufsicht über die Manager alternativer Investmentfonds vereinheitlicht. Eingehend zur Entwicklung des Kollektivanlagenrechts der EU aus schweizerischer Sicht Thomas Jutzi, Der Einfluss des EU-Rechts auf das schweizerische Recht der kollektiven Kapitalanlagen, AJP 2015, 5 ff., 6 ff.

Im Versicherungsbereich koordinierten die sog. Erste Koordinierungsrichtlinie Schaden (RL 73/239/EWG, ABl. L 228/3 vom 16.8.1973) und die sog. Erste Koordinierungsrichtlinie Leben (RL 79/267/EWG, ABl. L 63/1 vom 13.3.1979) die Voraussetzungen für die Niederlassungsfreiheit, d.h. die Aufnahme und Ausübung der Versicherungstätigkeit in Mitgliedstaaten. Mit der Zweiten und der Dritten Koordinierungsrichtlinie Schaden (RL 88/357/EWG, ABl. L 172/1 vom 4.7.1988, resp. RL 92/49/EWG, ABl. L 228/1 vom 11.8.1992) sowie mit der Zweiten und der Dritten Koordinierungsrichtlinie Leben (RL 90/619/EWG, ABl. L 330/50 vom 29.11.1990,

EWG, ABI. L 124/8 vom 5.5.1989), die in den folgenden Jahren inhaltlich weiterentwickelt wurden und sich nun in der heute geltenden Transparenzrichtlinie (RL 2004/109/EG, ABI. L 390/38 vom 31.12.2004) und der Prospekt-VO (VO [EU] 2017/1129, ABI. L 168/12 vom 30.6.2017) wiederfinden.

Die sog. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (RL 93/22/EWG, ABI. L 141/27 vom 11.6.1993) verwirklichte im Bereich der Erbringung der Wertpapierdienstleistungen vier Prinzipien des europäischen Finanzmarktrechts, nämlich das Prinzip des EU-Passes, der Herkunftslandkontrolle, der Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung nicht harmonisierter Aufsichtsnormen. Sie harmonisierte die nationalen Bedingungen für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen, die in Folge mit MiFID I (RL 2004/39/ EG, ABI. L 145/1 vom 30.4.2004) und anschliessend mit der heute geltenden MiFID II (RL 2014/65/EU, ABI. L 173/349 vom 12.6.2014) abgelöst wurden; eingehend zur Entwicklung der europäischen Regulierung von Wertpapierdienstleistungen vgl. ROLF SETHE, in: Frank A. Schäfer/Rolf Sethe/Volker Lang (Hrsg.) Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. A., München 2016, § 3 N 7 ff.

¹⁷⁸ ROLF SETHE, Wettbewerb als Regelungsziel der europäischen Finanzmarktregulierung, in: Andreas Heinemann/Markus Notter/Rolf H. Weber/Tobias Baumgartner (Hrsg.), Europäische Idee und Integration – mittendrin und nicht dabei?, Liber amicorum für Andreas Kellerhals, Zürich/Basel/Genf 2018, 375 ff., 377.

¹⁷⁹ Den Meilenstein hierfür stellt das Weissbuch der Kommission zur Verwirklichung des Binnenmarkts aus dem Jahr 1985 dar, in welchem die Zielsetzungen der Liberalisierung der Finanzdienste und des Kapitalverkehrs zur Erreichung der europäischen finanziellen Integration definiert wurden.

DIRK ZETZSCHE/DAVID ECKNER, § 7 Europäisches Kapitalmarktrecht, in: Martin Gebauer/Christoph Teichmann (Hrsg.), Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, Baden-Baden 2016, N 15 ff.

Die sog. Erste Bankrechtskoordinierungsrichtlinie (RL 77/780/EWG, ABI. L 322/30 vom 17.12.1977) definierte den Begriff des Kreditinstituts und legte die wesentlichen Zulassungsbedingungen fest. Mit der sog. Zweiten Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie (RL 89/646/EWG, ABI. L 386/1 vom 30.12.1989) und den sie begleitenden Rechtsakten wurde der Europäische Pass im Bankgeschäft eingeführt. Die nachfolgende Entwicklung des europäischen Bankrechts betraf insbesondere die Umsetzung von Basel II (durch RL 2006/48/EG, ABI. L 177/1 vom 30.6.2006 sowie RL 2006/49/EG, ABI. L 177/201 vom 30.6.2006) und Basel III (durch CRD IV [RL 2013/36/EU, ABI. L 176/338 vom 27.6.2013]) und CRR (VO [EU] Nr. 575/2013, ABI. L 176/1 vom 27.6.2013).

Die Koordination der Wertpapiermärkte erfolgte zunächst mit der sog. Börsenzulassungsrichtlinie (RL 79/279/EG, ABI. L 66/21 vom 16.3.1979), der Börsenzulassungsprospektrichtlinie (RL 80/390/EWG, ABI. L 100 vom 17.4.1980) und der Zwischenberichtsrichtlinie (RL 82/121/EWG, ABI. L 48/26 vom 20.2.1982). Es folgten die Transparenzrichtlinie (RL 88/627/EWG, ABI. L 348/62 vom 17.12.1988) und die Emissionsprospektrichtlinie (RL 89/298/

den im Hinblick auf eine immer stärkere Harmonisierung und zuletzt Vereinheitlichung stets weiterentwickelt und bilden nun in ihrer heutigen Fassung die vertikale Finanzmarktarchitektur der EU. Gleichzeitig sind aber im europäischen Finanzmarktrecht zunehmend auch intersektorale (horizontale) Erlasse zu verzeichnen, die für alle Finanzintermediäre gelten sollen: beispielsweise die vierte und die fünfte Geldwäschereirichtlinie, 187 die den Rechtsrahmen zur Verhinderung der Geldwäscherei auferlegen, sowie die PRIIP-VO, 188 die einen horizontalen Regulierungsansatz durch die Aufstellung einheitlicher (produktunabhängiger) Anforderungen an Basisinformationsblätter für Kleinanleger verfolgt. Der konzeptuelle Übergang zu horizontalen Regulierungsansätzen verfolgt das Ziel der sektorenübergreifenden Kohärenz: 189 charakteristisch hierfür ist das immer engere Zusammenspiel der einzelnen sektoralen Rechtsakte. 190

C. Vergleich

Aus materieller Perspektive sind die Regulierungsinhalte des schweizerischen und des europäischen Finanzmarktrechts im Wesentlichen vergleichbar, indem das materielle Recht die Bereiche des Bank- und Versicherungsrechts, des Kollektivanlagenrechts, des Kapitalmarktrechts einschliesslich der dazugehörigen Aspekte der Regulierung der Marktinfrastrukturen und der Vorbeugung des Marktmissbrauchs abdeckt.

Es sind allerdings unterschiedliche Ansätze bei der (horizontalen und vertikalen) Regulierung zu verzeichnen, die inhaltliche Unterschiede in Teilbereichen der Finanzmarktarchitekturen begründen. 191 Während in der Schweiz die Aufsicht über Finanzinstitute und über die Einhaltung der (Wohl-)Verhaltensregeln durch Finanzdienstleister im FINIG, FIDLEG und KAG in drei ver-

schiedenen Gesetzen geregelt wird, vereinigt die europäische Regulierung beide Inhalte in der MiFID II. ¹⁹² Den im schweizerischen FinfraG erfassten Regelungsgehalt hingegen teilt die Europäische Union auf die MiFID II, die Transparenz-RL, die Übernahme-RL ¹⁹³ sowie die Marktmissbrauchs-VO ¹⁹⁴ auf. ¹⁹⁵ Für das Prospektrecht besteht auf europäischer Ebene die losgelöste Prospekt-VO ¹⁹⁶, während in der Schweiz das Prospektrecht gemeinsam mit anderen Regelungen ins FIDLEG integriert wurde. Zudem ist das europäische Kollektivanlagenrecht im Wesentlichen durch zwei Regulierungsregime geprägt (UCITSD und AIFMD), ¹⁹⁷ das schweizerische Kollektivanlagenrecht vereint dagegen beide Regelungsgehalte im KAG sowie neuerdings im FIDLEG und im FINIG.

Im Ergebnis wird man in der Schweiz von einem horizontalen Regulierungskonzept und in der EU von einem vertikalen Regulierungskonzept ausgehen können. Doch weder hierzulande noch in der EU wurden diese Konzepte stringent eingehalten. So wurden in der Schweiz das BankG und das VAG als sektorenspezifische Gesetze weiterhin beibehalten; auch sind die Regelungen zu einzelnen Finanzmarktprodukten weiterhin in unterschiedlichen Gesetzen verstreut (PfG, KAG). 198 Hingegen finden sich auch in der EU trotz des vertikalen Regulierungskonzepts mit sektoralen Aufsichtsbehörden und überwiegend sektoraler Gesetzgebung zunehmend bereichsübergreifende Rechtsquellen, wie etwa zu PRIIP sowie im Bereich der Geldwäscherei. Obschon aus rein «architektonischer Optik» im Bereich der verschiedenen internationalen Finanzmarktrechtsordnungen eine Modellvielfalt besteht und es keine internationalen Regulierungen gibt, die eine horizontale Neugestaltung des schweizerischen Finanzmarktrechts gefordert hätten, 199 wird bezüglich des Paradigmenwechsels hin zur horizontalen Architektur dennoch häufig auf die Angleichung an internationale Standards

und RL 92/96/EWG, ABl. L 360/1 vom 9.12.1992) wurden das Herkunftslandprinzip und der Europäische Pass für die EU-weite Ausübung des Versicherungsgeschäfts eingeführt.

¹⁸⁷ RL (EU) 2015/849, ABl. L 141/73 vom 5.6.2015, resp. RL (EU) 2018/843, ABl. L 156/43 vom 19.6.2018.

¹⁸⁸ VO (EU) Nr. 1286/2014, ABl. L 352/1 vom 9.12.2014.

Vgl. Zetzsche/Eckner (FN 180), § 7 N 17.

Beispielsweise sollen die Ergänzungsbestimmungen zur AIFMD unter Berücksichtigung bestimmter MiFID II/MiFIR-, UCITSD-IV- und der Bankrechtsregelungen angewendet werden, vgl. ZETZ-SCHE/ECKNER (FN 180), § 7 N 17 m.w.H. MiFID II ist ebenfalls auf Kreditinstitute anwendbar, sofern diese Wertpapierdienstleistungen erbringen, vgl. Art. 1 Abs. 3 und 4 MiFID II.

Die Tatsache, dass die EU-Finanzmarktregulierung einen vertikalen Ansatz verfolgt, beeinflusst die Umsetzung auf nationaler Ebene nicht, sofern den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung ein entsprechender Ermessensspielraum zusteht.

¹⁹² Fahrländer (FN 137), 227.

¹⁹³ RL 2004/25/EG ABI. L 142/12 vom 30.4.2004.

¹⁹⁴ VO (EU) Nr. 596/2014 ABI. L 173/1 vom 12.6.2014.

¹⁹⁵ FAHRLÄNDER (FN 137), 227.

¹⁹⁶ VO (EU) 2017/1129 ABI. L 168/12 vom 30.6.2017.

WILLIAM A. BIRDTHISTLE/JOHN MORLEY, Introduction to the Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, in: William A. Birdthistle/John Morley (Hrsg.), Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds, Cheltenham UK/Massachusetts USA 2018, 1 ff., 7; SUSAN EMMENEGGER/ANDREA BIGLER, Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen, SZW 2019, 155 ff., 164; NIAMH MOLONEY, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. A., Oxford 2014, 200.

¹⁹⁸ Vgl. SK FinfraG-SETHE (FN 65), Einleitung N 7.

¹⁹⁹ KUNZ, Die Volkswirtschaft (FN 138), 19. Vgl. auch SGHB Finanzmarktrecht-BARTHOLET (FN 18), § 5 N 35 ff.

sowie insbesondere an das Recht der Europäischen Union hingewiesen. 200, 201

IV. Regulierungstechnik

A. Schweiz

Das «Ebenenmodell» orientiert sich gemäss schweizerischer Tradition²⁰² am Grundsatz der prinzipienbasierten und technologieneutralen Regulierung in Form einer Rahmengesetzgebung.^{203, 204} Eine prinzipienbasierte Re-

Botschaft FINMAG (FN 59), 2854; Botschaft FinfraG (FN 112), 7503; Botschaft FIDLEG/FINIG (FN 146), 8913; BÄRTSCHI (FN 137), 490; BRAND (FN 138), AJP 2015, 92; FAHRLÄNDER (FN 137), 226, 245; KUNZ (FN 138), AJP 2015, 419 ff., NOBEL (FN 138), 130, 136, 151; SGHB Finanzmarktrecht-Sester (FN 18), § 3 N 19; SK FinfraG-Sethe (FN 65), Einleitung N 31 ff.; ROLF SETHE, Rechtsangleichung im Schweizer Finanzmarktrecht – Heteronomer und autonomer Nachvollzug, Äquivalenz, Swiss Finish, in: Wolfhard Kohte/Nadine Absenger (Hrsg.), Menschenrechte und Solidarität im internationalen Diskurs, Festschrift für Armin Höland, Baden-Baden 2015, 345 ff., 358; Weber (FN 138), 583.

Aus diesem Grund rechtfertigt sich ein Blick auf die Regulierungsmethoden der europäischen Finanzmarktregulierung.

gulierung beruht auf klaren, grundsätzlichen Regulierungen auf Gesetzesstufe, während Details auf Verordnungsstufe und mittels Selbstregulierung normiert werden.²⁰⁵ Rahmengesetze schaffen also ein gewisses Spektrum an Autonomie für behördliche oder/und private Konkretisierung bzw. Selbstregulierung.²⁰⁶ Wie die meisten schweizerischen Finanzmarktgesetze²⁰⁷ ist auch das KAG bewusst als Rahmengesetz konzipiert worden.²⁰⁸ Das KAG wird durch drei Verordnungen (KKV, KKV-FINMA und KAKV-FINMA) sowie mehrere Selbstregulierungen der SFAMA²⁰⁹ und Rundschreiben der FINMA²¹⁰ präzisiert. Mit Blick auf die neue schweizerische Finanzmarktarchitektur wird u.E. die Selbstregulierung im Kollektivanlagenrecht unter dem Geltungsbereich des FINIG und des FIDLEG aufgrund erhöhter Regulierungsdichte abnehmen, zumal weniger Spielraum für als Mindeststandards anerkannte Selbstregulierung verbleibt.²¹¹

Selbstregulierungen treten in Gestalt von Richtlinien, Vereinbarungen oder Empfehlungen auf und bilden einen wesentlichen Bestandteil der schweizerischen Finanzmarktarchitektur.²¹² Definiert wird Selbstregulierung regelmässig als die Schaffung von Regeln durch eine bestimmte Anzahl von Menschen oder Unternehmen für sich selbst.²¹³ Als Vorteile werden die Akzeptanz durch die Betroffenen, der Zugriff auf das Know-how der Branche, Flexibilität und die schnelle Anpassungsfähigkeit bezeichnet.²¹⁴ Auch können dadurch aufgeschwollene Normenwerke mit allzu hohem Detaillierungsgrad verhindert werden.²¹⁵ Zudem erhofft man sich mit einem

MARTIN LANZ, Finanzmarkt: Aufsichtsregime, in: Giovanni Biaggini et al. (Hrsg.), Fachhandbuch Verwaltungsrecht, Zürich 2015, 3 ff., 17.

Zum Begriff des Rahmengesetzes vgl. ALBRECHT LANGHART, Rahmengesetzgebung und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, 16 ff.

FAHRLÄNDER (FN 137), 227; ZYSSET bezeichnet die prinzipienbasierte Regulierung als «Zwillingsgeschwister» des Rahmengesetzes, wobei das Rahmengesetz ein Teil der prinzipienbasierten Regulierung sei, PASCAL ZYSSET, Selbstregulierung im Finanzmarktrecht, Diss. Bern, Zürich 2017, 117 (Fn 720). Gegner der prinzipienbasierten Gesetzgebung monieren häufig, dass diese im Gegensatz zur regelbasierten Normierung vielfach unbestimmte Rechtsbegriffe enthalte, die auslegungsbedürftig seien. Prinzipien, die keine klaren Grenzen setzen würden, liessen gewisse Freiräume. Und wenn diese bis zuletzt ausgenutzt würden, um gerade noch als compliant zu erscheinen, könne prinzipienbasierte Regulierung scheitern, so etwa in THOMAS BAUER, «Behörde – Aufsicht – Regulierung; Gedanken anlässlich 10 Jahre FINMAG-Botschaft», BJM 2017, 305 ff., 319; MIRJAM EGGEN, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Bern, Bern 2015, 147 f.; WEBER (FN 138), 587. Zudem können zu vage Formulierungen dazu führen, dass es für die Adressaten nicht immer möglich ist, entsprechende Vorkehrungen zu treffen, da die Regeln erheblichen Interpretationsspielraum zulassen, vgl. DAVID WICKI, Hedge Funds im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2011, 78. Indem die FINMA aber ihre Aufsichtspraxis vorab (d.h. nach Möglichkeit vor der erstmaligen Anwendung des Gesetzes) in Rundschreiben festlegt, stellt sie im Idealfall eine vorhersehbare und rechtsgleiche Auslegung der Finanzmarktgesetze sicher. Zysset bemerkt diesbezüglich zu Recht, dass hinzunehmen sei, dass mit der prinzipienbasierten Regulierung ein gewisses Rechtssicherheitsdefizit einhergehe. Hierfür sei insbesondere entscheidend, wie gut die Tätigkeit der FINMA mit der Selbstregulierung «verzahnt» sei, vgl. Zysset (FN 204), 108.

WEBER (FN 138), 587; BAUER (FN 204), 319; MYRIAM SENN, Finanzmarktregulierung – Zurückschauend oder vorausschauend?, SZW 2011, 249 ff., 259; ZYSSET (FN 204), 117, 207; SK FinfraG-SCHOTT/WINKLER (FN 65), Art. 29 N 37. Vgl. dazu auch JULIA BLACK/MARTYN HOPPER/CHRISTA BRAND, Making a success of Principles-based regulation, Law and Financial Markets Review 2007, 191 ff., 191.

²⁰⁶ Zysset (FN 204), 207 f.

²⁰⁷ Zysset (FN 204), 207.

Art. 152 Abs. 1 KAG. Vgl. auch Jutzi (FN 185), AJP 2015, 8; BSK KAG-Wyss, Art. 152 N 1, in: René Bösch/François Rayroux/ Christoph Winzeler/Eric Stupp (Hrsg.), Kollektivanlagengesetz, Basler Kommentar, 2. A., Basel 2016.

²⁰⁹ Swiss Funds and Asset Management Association; vgl. dazu Internet: https://www.sfama.ch/de/selbstregulierung-musterdokumente (Abruf 15.4.2020).

FINMA, Rundschreiben 2013/9, Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen, abrufbar unter Internet: https://www.finma.ch/de/news/2013/09/mm-rs-vertrieb-kka-20130910/ (Abruf 15.4.2020).

²¹¹ So bereits NOBEL (FN 2), § 11 N 62.

²¹² BSK FINMAG-WINZELER (FN 19), Art. 7 N 85.

²¹³ SGHB Finanzmarktrecht-WINZELER (FN 18), § 7 N 2.

²¹⁴ SGHB Finanzmarktrecht-Winzeler (FN 18), § 7 N 5; Zysset (FN 204), 94 ff.

²¹⁵ BAUER (FN 204), 319; WEBER (FN 138), 587.

solchen Regulierungsansatz Effektivität und Kosteneffizienz.²¹⁶ Konträr zu den soeben erwähnten Chancen beinhaltet Selbstregulierung auch gewisse Risiken. So werden beispielsweise die fehlende Durchsetzbarkeit gegenüber Dritten sowie das Demokratiedefizit als Nachteile gesehen.²¹⁷ Letzteres wird darauf zurückgeführt, dass es für die Betroffenen keine Möglichkeit zur Stellungnahme gibt und sie nicht angehört werden, sondern stattdessen die Dachverbände entscheiden.²¹⁸ Des Weiteren besteht die Gefahr, dass die Branchenverbände sich bei ihrer Regulierungstätigkeit zu stark auf branchenspezifische Interessen konzentrieren und die Anliegen Dritter sowie der Allgemeinheit, insbesondere den Anlegerschutz, zu wenig berücksichtigen.²¹⁹ Letztlich besteht die Tendenz, dass Selbstregulierungsorganisationen das Interesse grosser Anbieter eher berücksichtigen als dasjenige der Kleinanbieter. Im Aufsichtsbereich der FINMA bestehen vier zentrale Selbstregulierungsträger: die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), die Einlagensicherung der Schweizer Banken und Effektenhändler (esisuisse), die Swiss Funds and Asset Management Association (SFA-MA) und die Handelsplätze der SIX Group.²²⁰

Betrachtet man mit Blick auf die Regulierungstechnik schliesslich das Verhältnis des schweizerischen Privatrechts zum Aufsichtsrecht, erkennt man zahlreiche rechtliche Verflechtungen beider Rechtsgebiete.²²¹ Der Gesetzgeber sieht etwa eine Verflechtung in Bezug auf

die Ausstrahlungswirkung des Aufsichtsrechts auf das Privatrecht vor,²²² was bedeutet, dass der Zivilrichter die aufsichtsrechtlichen Regelungen zur Konkretisierung von bestehenden privatrechtlichen Pflichten beiziehen kann.

B. EU

Die Finanzmarktregulierung der EU war historisch betrachtet stets von der Grundidee der Schaffung eines europäischen Binnenmarktes geprägt, insbesondere von der Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit (Art. 49 ff. AEUV [Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union]), der Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 ff. AEUV) sowie der Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 ff. AEUV). Diese primärrechtlichen Grundlagen stellen für den EU-Gesetzgeber zugleich Kompetenznormen zur Angleichung der Rechtsvorschriften auf der Sekundärebene dar. Hierfür stehen ihm unterschiedliche Instrumente, namentlich Verordnungen und Richtlinien, zur Verfügung. 223 Je nach Intensität der Rechtsangleichungsmassnahmen können bei der Entwicklung des Finanzmarktrechts der EU drei Generationen unterschieden werden:

Zu Beginn (ca. von Mitte der 1980er- bis Ende der 1990er-Jahre) war die gesetzgeberische Aktivität im Finanzmarktbereich durch das Bestreben nach Mindestharmonisierung²²⁴ und entsprechend den Erlass von Rahmenrichtlinien gekennzeichnet,²²⁵ die den Mitgliedstaaten einen weiten Umsetzungsspielraum beliessen.²²⁶ Dies

²¹⁶ Vgl. Zysset (FN 204), 94 f.

ARNOLD MARTI, Selbstregulierung anstelle staatlicher Gesetzgebung, ZBI 2000, 561 ff., 561 ff.; Zysset (FN 204), 103 ff.; Thomas Jutzi, Anerkannte Mindeststandards als «Zwitterform» der Finanzmarkt(selbst)regulierung, in: Peter V. Kunz et al. (Hrsg.), Berner Gedanken zum Recht, Festgabe der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern für den Schweizerischen Juristentag 2014, Bern 2014, 197 ff., 197 ff.

MARTI (FN 217), 561 ff.; Jutzi (FN 217), 198; Zysset (FN 204), 107.

MARTI (FN 217), 580 f.; JUTZI (FN 217), 199; URS ZULAUF, Selbstregulierung im Banken- und Finanzsektor: Thesen der Eidgenössischen Bankenkommission, LeGes 2006, 31 ff., 41. Zu weiteren Nachteilen vgl. Zysset (FN 204), 102 ff., und Zulauf (FN 219), 41 f.

BSK FINMAG-WINZELER (FN 19), Art. 7 N 87; JUTZI (FN 217), 198. Darüber hinaus bestehen zahlreiche andere Branchenorganisationen, die Selbstregulierungen erstellt haben, so etwa der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV), der Verein zur Qualitätssicherung von Finanzdienstleistungen in Sachen Ausübung der Vermögensverwaltung (VQF) oder der Schweizerische Versicherungsverband (SVV). Vgl. Internet: https://finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/anerkannte-selbstregulierung/(Abruf 15.4.2020).

THOMAS JUTZI/FABIAN EISENBERGER, Das Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht im Finanzmarktrecht. Informationspflichten an der Schnittstelle von FIDLEG und OR, AJP 2019, 6 ff., 8; THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Die (neuen) Pflichten im Execu-

tion-only-Geschäft: Zusammenspiel von FIDLEG und OR, SZW 2019, 589 ff., 589 ff.

MATTHIAS KUERT, Verhaltensregeln des FIDLEG und Privatrecht im Licht des Gesetzgebungsverfahrens, AJP 2018, 1352 ff., 1357; JUTZI/EISENBERGER (FN 221), AJP 2019, 16 m.w.H. Für eine Darstellung des Verhältnisses von Aufsichts- und Privatrecht am Beispiel der Informationspflicht vgl. JUTZI/EISENBERGER (FN 221), AJP 2019, 17 ff.; für das Execution-only-Geschäft vgl. JUTZI/WESS (FN 221), 589 ff.

²²³ Vgl. Art. 288 AEUV.

²²⁴ Zum Begriff der Mindestharmonisierung vgl. MUHR (FN 108), 40 und 74 f.; FABIAN WALLA, § 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien, in: Rüdiger Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. A., Tübingen 2014, N 28 ff.

Z.B. die Transparenz-RL (RL 88/627/EWG, ABI. L 348/62 vom 17.12.1988), Emissionsprospekt-RL (RL 89/298/EWG, ABI. L 124/8 vom 5.5.1989), Insider-RL (RL 89/592/EWG, ABI. L 334/30 vom 18.11.1989), Wertpapierdienstleistungs-RL (RL 93/22/EWG, ABI. L 141/27 vom 11.6.1993).

²²⁶ Zu Entwicklungslinien des europäischen Finanzmarktrechts vgl. PETER SESTER, Die neue Generation des EU-Finanzmarktrechts und der autonome Nachvollzug der Schweiz, in: Robert Waldburger/Peter Sester/Christoph Peter/Charlotte M. Baer (Hrsg.), Law & Economics, Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag, Bern 2015, 417 ff., 418 ff.; RÜDIGER VEIL, § 1 Rechtsentwicklung, in:

führte im Ergebnis zu einer starken Fragmentierung der nationalen Finanzmärkte in der EU.

Mit dem Financial Services Action Plan (FSAP) von 1998²²⁷ wurde die Umkehr hin zur Vollharmonisierung²²⁸ eingeläutet.²²⁹ Im FSAP wurden diverse Massnahmen unterschiedlicher Prioritätsstufen zur Erreichung eines einheitlichen EU-Finanzmarkts festgelegt, insbesondere im Hinblick auf die Verbesserung der EU-weiten Kapitalbeschaffung und die Schaffung eines gemeinsamen Rechtsrahmens für integrierte Wertpapier- und Derivatmärkte, die Behebung der Mängel des Privatkundenmarkts sowie die Verbesserung der Aufsicht und Überwachung.²³⁰ Die rasche Umsetzung der geplanten Massnahmen sollte durch ein neues Rechtssetzungsverfahren (sog. Lamfalussy-Verfahren) bewerkstelligt werden,²³¹ das zudem eine einheitliche Rechtsanwendung auf der Ebene der Mitgliedstaaten sicherstellen sollte.²³²

Die dritte Generation der Entwicklung des EU-Finanzmarktrechts, die bis heute andauert, stand und steht im Zeichen der Bewältigung der Finanzmarktkrise 2007/2008, die Regelungs- und Regulierungsdefizite offenbart hat.²³³ Neben der Stärkung der Aufsicht durch neue Aufsichtsmechanismen (insbesondere durch die Schaffung der ESA²³⁴) war die Nachkrisenzeit durch das Ziel der Vollharmonisierung durch Einheitsrecht gekennzeichnet. Dies äusserte sich im erfolgten Übergang zur Regulierung mit direkt anwendbaren Verordnungen und detaillierteren Richtlinien, die den Mitgliedstaaten kaum Umsetzungsspielraum belassen.²³⁵ Kennzeichnend für die Nachkrisenzeit-Regulierung war zudem die Abkehr vom liberalen Ansatz des Umganges mit aus Drittstaaten grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen, der die Regelung grenzüberschreitender Drittstaatensachverhalte den Mitgliedstaaten überlassen hatte. ²³⁶ Nunmehr werden vermehrt sog. Drittstaatenregimes in einzelne Gesetzgebungsprojekte aufgenommen, die für die gesamte EU den Zugang der Drittlandakteure zum Finanzmarkt der EU einheitlich und für alle Mitgliedstaaten verbindlich regeln. ^{237, 238} Eigenständige Regelungen dürfen die Mitgliedstaaten nur dort erlassen, wo das Sekundärrecht ihnen hierfür Spielraum gewährt. ²³⁹ Oft spielt im Hinblick auf einen möglichen EU-Marktzugang die Anerkennung der Äquivalenz des Rechts- und Aufsichtsrahmens des Drittstaates eine zentrale Rolle, ^{240, 241} womit die EU letztlich ihre Regulierungs- und Aufsichtsstandards in die Drittstaaten exportiert. ²⁴²

Die Umkehr zur Vollharmonisierung Anfang des 20. Jahrhunderts sollte, wie soeben erwähnt, durch das neue Rechtssetzungsverfahren (sog. Lamfalussy-Verfahren) unterstützt werden, das bis heute gültig ist. Durch seinen vierstufigen Aufbau sollte es Schnelligkeit und Flexibilität des Gesetzgebungsprozesses sicherstellen, sodass die Umsetzung der im FSAP vorgeschlagenen Massnahmen zeitnah erfolgen konnte. Auf der ersten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens (Level I) werden zunächst im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren durch das Parlament und den Rat auf Vorschlag der Kommission Rahmenrichtlinien bzw. Verordnungen als Rahmenrechtsakte erlassen; diese legen die allgemeinen Grundsätze fest und ermächtigen zudem die Kommission zum Erlass von delegierten Rechtsakten und/oder Durchführungsrechtsakten auf der zweiten Rechtssetzungsstufe. Auf dieser zweiten Stufe (Level II) werden die Basisrechtsakte sodann von der Europäischen Kommission durch konkretisierende oder durchführende Richtlinien oder Verordnungen ausgefüllt. wobei die Kommission eng mit den in der Nachkrisenzeit

Rüdiger Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. A., Tübingen 2014, N 2 ff.; Muhr (FN 108), 41 ff.

Mitteilung der Kommission vom 11. Mai 1999 «Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan», KOM(1999) 232 endg. (zit. KOM, FSAP).

²²⁸ Zum Begriff der Voll- bzw. Maximalharmonisierung vgl. WALLA (FN 224), N 29 ff.; Muhr (FN 108), 40.

²²⁹ Vgl. Sester (FN 226), 421 f.

²³⁰ Vgl. KOM, FSAP (FN 227), 22 ff.

²³¹ Dazu sogleich.

²³² Walla (FN 224), N 5 ff.

²³³ Grundlegend zu Defiziten sowie zu Empfehlungen zur künftigen Regulierung und Beaufsichtigung vgl. The high-level Group of financial supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, Report vom 25. Februar 2009; zur EU-Finanzmarktregulierung in der Nachkrisenzeit vgl. VEIL (FN 226), N 33; FRANCA CONTRATTO, Sanktionen – Neue Gretchenfrage im Ringen um den Marktzugang in die EU?, SZW 2018, 653 ff., 654 f.

²³⁴ Vgl. dazu II.A.2.

²³⁵ Vgl. Sester (FN 226), 420 f.

²³⁶ Contratto (FN 233), 656 f.

Expertengruppe «Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie» 2013 (FN 4), 22; CONTRATTO (FN 233), 657 m.w.H.; EGGEN/ SCHAEFER (FN 2), GesKR 2013, 372; SETHE (FN 200), 355 ff.

Einheitliche Drittstaatenregimes finden sich insbesondere im Hinblick auf zentrale Gegenparteien im Derivatenhandel (Art. 25 EMIR), Ratingagenturen (Art. 5 VO [EG] Nr. 1060/2009, ABI. L 302/1 vom 17.11.2009), Alternative Investmentfondsmanager (Art. 34 ff. AIFMD) und Wertpapierfirmen (Art. 46 ff. MiFIR).

²³⁹ Jutzi/Schären (FN 8), GesKR 2019, 414.

Zusätzlich werden Kooperationsabkommen zwischen den Aufsichtsbehörden im Drittland und der ESA betreffend Informationsaustausch sowie ein Nachweis durch das Drittland über ein wirksames System zur Verhinderung von Marktmissbräuchen und Geldwäscherei sowie Kooperation im Steuerbereich verlangt, vgl. Contratto (FN 233), 658 m.w.H.; Jutzi/Schären (FN 8), GesKR 2019, 414 m.w.H.

²⁴¹ Vgl. Art. 29 Abs. 1 lit. a Prospekt-VO; Art. 25 Abs. 6 EMIR; Art. 47 Abs. 1 Unterabs. 1 MiFIR.

²⁴² Sethe (FN 200), 358.

neu geschaffenen ESA und den hierfür speziell gebildeten Ausschüssen zusammenarbeitet. Auf der dritten Stufe (Level III) obliegt es den ESA, mittels Empfehlungen und Leitlinien i.S. einer Auslegungshilfe für eine einheitliche Anwendung und Umsetzung der Level-I- und der Level-II-Rechtsakte in der nationalen Aufsichtspraxis zu sorgen. Schliesslich erfolgt auf der vierten Stufe (Level IV) die Kontrolle über die Umsetzung der Basisrechtsakte sowie der Durchführungsmassnahmen durch die Europäische Kommission und die jeweils zuständigen ESA. Die Effizienz des gesamten Lamfalussy-Gesetzgebungsverfahrens besteht in der Möglichkeit der Änderung der Regulierung auf der zweiten Stufe, sodass das ordentliche Gesetzgebungsverfahren erspart bleibt.²⁴³

Der Übergang zur Strategie der Maximalharmonisierung im Rahmen des Lamfalussy-Rechtssetzungsverfahrens führte dazu, dass die Selbstregulierung, die zumindest in gewissen EU-Mitgliedstaaten vor der Finanzmarktkrise 2007/2008 stark ausgeprägt war, weitgehend an Bedeutung verloren hat. Die detaillierten Level-II- und Level-III-Gesetzgebungsakte und die einschlägigen Leitlinien belassen keinen diesbezüglichen Handlungsspielraum.²⁴⁴ Ein prominentes Beispiel hierfür bildet die Regulierung von Rating-Agenturen, die sich über Jahre selbstregulatorisch auf der Grundlage der von der IOSCO entwickelten Prinzipien entwickelt hat. Erst mit der VO (EG) Nr. 1060/2009 (ABI. L 302/1 vom 17.11.2009) wurden die Rating-Agenturen verpflichtet, sich bei einer nationalen Aufsichtsbehörde zu registrieren; nachfolgend wurde die ausschliessliche Aufsichtsbefugnis über die Rating-Agenturen der ESMA übertragen.²⁴⁵ Die MiFID II lässt allerdings Selbstregulierung zu: Beispielsweise gilt die MiFID II nicht für Personen, die nur gelegentlich Wertpapierdienstleistungen im Rahmen ihrer beruflichen Tätigkeit erbringen, jedoch unter der Voraussetzung, dass diese Tätigkeit unter anderem durch Standesregeln geregelt ist, welche die Erbringung dieser Dienstleistung nicht ausschliessen.246

Eingehend zum Lamfalussy-Gesetzgebungsverfahren LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 68), N 14.42 ff.; WALLA (FN 224), N 4 ff.

Die Frage nach dem Verhältnis zwischen dem europäischen Aufsichtsrecht und dem Privatrecht kann nicht gesamthaft für die inneneuropäischen Sachverhalte pauschal beantwortet werden. Zum einen fehlt der EU die Kompetenz zur Regulierung des Privatrechts: So wurde die MiFID II beispielsweise auf der Grundlage von Art. 53 Abs. 1 AEUV erlassen, der die Aufnahme und Ausübung der Niederlassungsfreiheit regelt, was grundsätzlich durch öffentliches Recht erfolgt. 247 Zum anderen erfolgt die Abgrenzung zwischen dem privaten und dem öffentlichen Recht auf mitgliedstaatlicher Ebene und das auch nicht einheitlich. Doch oft werden die Wohlverhaltenspflichten der MiFID II in Mitgliedstaaten Normen darstellen, deren Verletzung zu privatrechtlichen Schadensersatzansprüchen führen kann. 248

C. Vergleich

Hinsichtlich der prinzipienbasierten Rahmengesetzgebung als legislatives Konzept und der damit einhergehenden Bedeutung der Selbstregulierung unterscheidet sich die Schweiz partiell vom Regulierungsansatz in der EU.²⁴⁹ Die EU-Regulierungen im Finanzbereich weisen gegenüber dem Schweizer Recht einen wesentlich höheren Detailierungsgrad auf und gehen inhaltlich meist weiter als die entsprechenden Schweizer Vorschriften.²⁵⁰

WALLA (FN 224), N 55 f.
Dies erfolgte durch die Änderung der ersten Verordnung über die Ratingagenturen durch VO (EU) Nr. 513/2011, ABI. 145/30 vom 31.5.2011.

Art. 2 Abs. 1 lit. c MiFID II. In Frankreich bedürfen beispielsweise Anlageberater nicht zwingend einer aufsichtsrechtlichen Zulassung. In diesem Bereich ist auch Selbstregulierung zulässig: Der Anlageberater muss sich im sämtliche Finanzdienstleistungen umfassenden Zentralregister eintragen, Mitglied der beruflichen Selbstregulierungsorganisation sein und entsprechend deren Standesregeln befolgen. Solche Anlageberater kommen naturgemäss nicht in den Genuss des EU-Passes, vgl. EFD, Regulierungsfolgen-

abschätzung zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG und zum Finanzinstitutsgesetz FINIG vom 4.11.2015, Anhang I 6.

DOROTHEE EINSELE, Verhaltenspflichten im Bank- und Kapitalmarktrecht, ZHR 2016, 233 ff., 238 m.w.H.

²⁴⁸ Einsele (FN 247), 254 m.w.H.

²⁴⁹ BAUER (FN 204), 319; FAHRLÄNDER (FN 137), 227; Botschaft FinfraG (FN 112), 7510; ähnlich SK FinfraG-SCHOTT/WINK-LER (FN 65), Art. 29 N 37; SGHB Finanzmarktrecht-WINZELER (FN 18), § 7 N 25. Beeinflusst vom EU-Gedankengut könne gar in der Schweiz eine Abkehr von der prinzipienbasierten Regulierung festgestellt werden, vgl. Zysset (FN 204), 133, 339 m.w.H.

DAVID GERBER/FRED KRONENBERG BÜRKI, Der Einfluss des europäischen Rechts auf die Schweizer Finanzmarktregulierung, in: Christine Kaddous/Sylvain Matthey (Hrsg.), Dossiers de droit européen, Services financiers: Suisse et Union européenne, Zürich/ Basel/Genf 2016, 337 ff., 351. Überhaupt hat man international nach der globalen Finanzkrise von prinzipienbasierter Regulierung Abstand genommen, vgl. Eggen (FN 204), 148; Senn (FN 205), 259. Gewisse Autoren sprechen in diesem Zusammenhang vom «Definitionswahn des EU-Rechts». Der Prozess der Harmonisierung des europäischen Bank- und Kapitalmarktrechts stelle einen Irrweg dar, wenn es zu sehr ins Detail gehe, vgl. CHRISTI-AN SCHRÖDER, Europa in der Finanzfalle, Irrwege internationaler Rechtsangleichung, Berlin 2012, 77. SGHB Finanzmarktrecht-SESTER (FN 18), § 3 N 3, relativiert dahingehend, indem er die «Brüssler Regulierungswut» auf die zugrunde liegenden internationalen Standards zurückführt, deren Entwicklung im Nachgang zur Finanzmarktkrise von den G20 in Auftrag gegeben wurde.

Daraus resultiert, dass die schweizerische Finanzmarktrecht-Gesetzgebung im Vergleich zu den Unionsrechtsakten – je nach Sichtweise – klar und verständlich oder aber lückenhaft und oberflächlich ist. 251 Bereits hieraus kann gefolgert werden, dass sich die Neuausrichtung des schweizerischen Finanzmarktrechts vom Konzept der EU unterscheidet. Dieses ist im Unterschied zur Schweiz aufgrund der Zersplitterung des Finanzmarktrechts der mittlerweile 27 Mitgliedstaaten gezwungen, Regelungsvorhaben in kleinere Einheiten zu zerlegen und dann zu harmonisieren, sodass eine schlanke Regulierung angesichts der grossen Unterschiede in den nationalen Regelungen schlichtweg unmöglich erscheint. 252

Im Übrigen wirkt – zumindest vom Ansatz her – die Regulierung in der EU ebenfalls prinzipienbasiert, indem die Rahmenrechtsakte auf der ersten Regulierungsstufe als Basisrechtsakte fungieren und durch Level-II- und Level-III-Massnahmen konkretisiert werden. Ein wesentlicher Unterschied in der Regelungstechnik besteht allerdings in Bezug auf die Selbstregulierung, die in der Schweiz immer noch einen festen Bestandteil der Finanzmarktregulierung darstellt,²⁵³ in der EU hingegen an Bedeutung verloren hat.²⁵⁴

Erfasst man letztlich, dass die EU das gesamte Finanzmarktrecht als Aufsichtsrecht separat regelt, tritt ein weiterer Unterscheid zur Architektur des schweizerischen Finanzmarktrechts zu Tage. In der Schweiz sind insbesondere die Vorschriften zum Verhältnis zwischen Finanzintermediär und Kunde im obligationenrechtlichen Auftragsrecht geregelt, während die EU das Finanzmarktrecht – mangels einer entsprechenden Gesetzgebungskompetenz im Zivilrecht – in weiten Teilen aus den Zivilrechtskodifikationen herauslöst und gesonderte Regeln schafft. Gleichwohl kann das aufsichtsrechtliche EU-Finanzmarktrecht, insbesondere dessen konsumenten-

schützenden Bestimmungen, die einzelnen zivilrechtlichen Kodifikationen der Mitgliedstaaten beeinflussen.²⁵⁶

V. Fazit

In der vorliegenden Darstellung wurden die Gemeinsamkeiten und die Unterschiede in den Finanzmarktrechten der Schweiz und der EU aus architektonischer Sicht betrachtet. Dabei hat sich gezeigt, dass die Architekturen und die ihnen zugrunde liegenden Prinzipien beider Finanzmarktrechte keineswegs statischer Natur sind, sondern vielmehr eine intensive Dynamik aufweisen. War das EU-Finanzmarktrecht zu Beginn vom Prinzip der Mindestharmonisierung getragen, entwickelte sich ein zunehmend maximalharmonisierender Regulierungsansatz.²⁵⁷ War das Schweizer Finanzmarktrecht ursprünglich auf sektorale Säulen ausgerichtet, erfolgte ein sukzessiver Wandel hin zum Ebenen-Modell mit einer stärkeren Betonung auf horizontale Regulierungsansätze.²⁵⁸ Dies verdeutlicht einmal mehr, dass – in Wahrung der baulichen Analogie – den Architekten der Finanzmarktrechte erhebliche Spielräume in der konzeptionellen Anfertigung des den Funktions- und Anlegerschutz sicherstellenden Baukörpers zustehen.

Zusammenfassend lassen sich folgende gegenüberstellende Schlussfolgerungen ziehen:

Sowohl die Schweiz als auch die EU unterscheiden zwischen mikro- und makroprudentieller Finanzmarktaufsicht und ordnen die jeweiligen Aufsichtsbefugnisse unterschiedlichen Akteuren zu. Bedingt durch die Konzeption der EU als Staatenverbund, verfügt diese jedoch über eine viel stärker verästelte Aufsichtsstruktur, insbesondere im Bereich der Makroaufsicht, die einer Vielzahl europäischer und mitgliedstaatlicher Behörden – teils mehr, teils weniger umfangreich – übertragen ist. ²⁵⁹

In beiden Finanzmarktarchitekturen lassen sich anhand der Rechtsquellen bestimmte finanzmarktrechtliche Teilgebiete festmachen (Banken-, Versicherungs-, Kapitalmarkt- und Vermögensverwaltungsrecht). Beide Rechtsordnungen fassen die einzelnen Regelungsinhalte in verschiedene Rechtsgefässe, die sich in ihrer Form und Beschaffenheit jeweils heterogen (in der Schweiz

Diejenigen, welche die prinzipienbasierte Regulierung in der Schweiz positiv bewerten, führen die Komplexität europäischer Rechtsakte u.a. darauf zurück, dass die Gesetzgebung der EU auf Kompromisse der verschiedenen Mitgliedstaaten zurückzuführen ist, die oftmals durch Übersetzungsprobleme zusätzlich aufgebläht werden, vgl. SETHE (FN 200), 362.

²⁵² SCHRÖDER (FN 250), 75; SK FinfraG-SETHE (FN 65), Einleitung N 9. Andere berufen sich darauf, dass die verschiedenen Präferenzen der Mitgliedstaaten und die individuellen Eigenschaften der jeweiligen Finanzsysteme die Entwicklungsfähigkeit europäischer Finanzmarktregulierung eindämmen können, vgl. LUCIA QUAGLIA, The European Union & Global Financial Regulation, Oxford/New York 2014, 17.

²⁵³ Vgl. IV.A.

²⁵⁴ Walla (FN 224), N 55 f.

²⁵⁵ Siehe zum Ganzen SGHB Finanzmarktrecht-SESTER (FN 18), § 3 N 20

Eingehend zum Einfluss des europäischen Aufsichtsrechts (im Einzelnen von MiFID II) auf die zivilrechtliche Praxis in den Mitgliedstaaten Giovanni Molo, Multiple compliance under MiFID II and FinSA, AJP 2019, 303 ff.

⁵⁷ Vgl. dazu IV.B.

²⁵⁸ Vgl. dazu III.A.2.

²⁵⁹ Vgl. dazu II.B.

tendenziell horizontal, in der EU tendenziell vertikal) als Bestandteile einer eigenen übergeordneten Gesamtarchitektur zusammenfügen. Europäische Finanzmarktrechtsakte finden ihren Ursprung in einem Kompromiss der verschiedenen EU-Mitgliedsstaaten und sind im Unterschied zur schweizerischen Finanzmarktregulierung stets auch integrationspolitisch motiviert, was zu umfangreicheren und meist inhaltlich weitergehenden Regulierungen führt. Folglich ist wenig überraschend, dass beide Finanzmarktarchitekturen auch hinsichtlich der ihnen zugrunde liegenden Regulierungstechniken nicht identisch sind. Während sich beide Rechtsordnungen – wenn auch in unterschiedlichem Mass – am Grundsatz

der prinzipienbasierten Regulierung orientieren, kommt namentlich der Selbstregulierung im schweizerischen Finanzmarktrecht eine doch erheblich grössere Bedeutung zu. 262 Damit wird wiederholt deutlich, dass der Versuch, mit der neuen Schweizer Finanzmarktarchitektur eine Angleichung an das europäische Modell zu erwirken, 263 nur in Teilbereichen gelungen ist bzw. überhaupt gelingen kann.

²⁶⁰ Vgl. dazu III.

²⁶¹ Vgl. dazu IV.B.

Vgl. dazu IV.A. und IV.C.

²⁶³ Vgl. dazu IV.A.