

recht

4/20

www.recht.recht.ch

Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis

38. Jahrgang

Inhalt

- 221 *Noémi Biro*
Kritische Überlegungen zu den administrativen Zuständigkeiten im Straf- und Massnahmenvollzug – Unter Berücksichtigung der geplanten StGB-Revision «Massnahmenpaket Sanktionenvollzug»
- 235 *Simon Schären/Thomas Jutzi*
Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs – Aktuelle Herausforderungen und Perspektiven. Ansätze einer rechtspolitischen Skizze
- 252 *Arnold F. Rusch*
Gemischte Schenkung – Wann liegt eine gemischte Schenkung vor?
- 257 *Kerstin Noëlle Vokinger/Noah Rohner*
Impfobligatorium und Impfwang – eine staatsrechtliche Würdigung
- 275 *Adrian Kägi*
Bundesämter und Mediation – Rahmenbedingungen und Modalitäten im nicht streitigen Verwaltungsverfahren
-

Im Fokus

- 294 *Daniel Mahrer*
Die panoptische Prüfung – Reanimation einer umsichtigen Idee?
-

Universitäres

- 299 **Prof. Walther-Hug-Preise 2020**



Stämpfli Verlag

Impressum

Kontakt Verlag: Martin Imhof
Stämpfli Verlag AG, Wölflistrasse 1
Postfach, CH-3001 Bern
Tel. 031 300 63 99, Fax 031 300 66 88
E-Mail: recht@staempfli.com

www.recht.recht.ch

Adressänderungen und Inserataufträge sind ausschliesslich an den Stämpfli Verlag AG, Postfach, 3001 Bern, zu richten. Die Aufnahme von Beiträgen erfolgt unter der Bedingung, dass das ausschliessliche Recht zur Vervielfältigung und Verbreitung an den Stämpfli Verlag AG übergeht. Alle in dieser Zeitschrift veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Das gilt auch für die von der Redaktion oder den Herausgebern redigierten Gerichtsentscheide und Regesten. Kein Teil dieser Zeitschrift darf ausserhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ohne schriftliche Genehmigung des Verlages in irgendeiner Form – sämtliche technische und digitale Verfahren eingeschlossen – reproduziert werden. Die Zeitschrift erscheint viermal jährlich, im März, Juni, September und Dezember.

Abonnementspreise 2020

AboPlus

(Zeitschrift + Onlinezugang)

Schweiz: Normalpreis CHF 238.–,
für immatrikulierte Studenten CHF 182.–

Ausland: Europa CHF 250.–
Welt CHF 266.–

Onlineabo: CHF 208.–

Einzelheft: CHF 56.– (exkl. Porto)

Die Preise verstehen sich inkl. Versandkosten und 2,5% MWSt. Schriftliche Kündigung bis 3 Monate vor Ende der Laufzeit möglich.

Abonnemente:

Tel. 031 300 63 25, Fax 031 300 66 88,
zeitschriften@staempfli.com

Inserate:

Tel. 031 300 63 41, Fax: 031 300 63 90,
inserate@staempfli.com

© Stämpfli Verlag AG Bern 2020

Gesamtherstellung: Stämpfli AG, Bern

Printed in Switzerland

ISSN 0253-9810 (Print)

e-ISSN 2504-1487 (Online)

Herausgeber und Redaktion

Privatrecht

TANJA DOMEJ

Professorin für Zivilprozessrecht,
Privatrecht und Rechtsvergleichung,
Universität Zürich

SUSAN EMMENEGGER

Professorin für Privatrecht und
Bankrecht, Universität Bern

WOLFGANG ERNST

Professor für Römisches Recht
und Privatrecht, Universität Zürich

ROLAND FANKHAUSER

Professor für Zivilrecht und
Zivilprozessrecht, Universität Basel

ALEXANDRA JUNGO

Professorin für Zivilrecht,
Universität Freiburg

Wirtschaftsrecht

PETER JUNG

Professor für Privatrecht,
Universität Basel

PETER V. KUNZ

Professor für Wirtschaftsrecht
und Rechtsvergleichung,
Universität Bern

ROGER ZÄCH

Professor em. für Privat-,
Wirtschafts- und Europarecht,
Universität Zürich

Strafrecht

FELIX BOMMER

Ordinarius für Strafrecht, Straf-
prozessrecht und Internationales
Strafrecht, Universität Zürich

SABINE GLESS

Ordinaria für Strafrecht und Straf-
prozessrecht, Universität Basel

Öffentliches Recht

MARTINA CARONI

Ordinaria für Öffentliches Recht,
Völkerrecht und Rechtsverglei-
chung im öffentlichen Recht,
Universität Luzern

NICOLAS F. DIEBOLD

Ordinarius für Öffentliches Recht
und Wirtschaftsrecht,
Universität Luzern

BERNHARD RÜTSCHÉ

Ordinarius für Öffentliches Recht
und Rechtsphilosophie,
Universität Luzern

DANIELA THURNHERR

Professorin für Öffentliches Recht,
insb. Verwaltungsrecht und
öffentliches Prozessrecht,
Universität Basel

Simon Schären/Thomas Jutzi

Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs

Aktuelle Herausforderungen und Perspektiven. Ansätze einer rechtspolitischen Skizze.

Die Sicherung des europäischen Marktzugangs ist eine der wichtigsten finanzmarktpolitischen Prioritäten der Schweiz. Entsprechend haben sich in den letzten Jahren verschiedene Marktzugangsstrategien entwickelt, die sich insb. in einer europakompatiblen Gestaltung der Regulierung manifestiert haben. Diese Marktzugangsstrategien waren nach den bisherigen Erfahrungen indessen nicht in jeder Hinsicht zielführend. Entsprechend drängt sich eine kritische Lagebeurteilung und eine Skizzierung rechtspolitischer Perspektiven auf.

Inhaltsübersicht

- I. Problemstellung
- II. Ausgangslage und Rahmenbedingungen
 1. Die europäische Marktzugangsordnung als Massstab
 2. Fehlende institutionelle Basis
- III. Marktzugangsstrategien
 1. Allgemeines
 2. Bilaterale Marktzugangsabkommen
 3. Äquivalenzstrategie
 4. Marktzugangsbezogener Dialog
 5. Finanzdienstleistungsabkommen
 6. Erkenntnisse
- IV. Erklärungsansätze
 1. Vorbemerkung
 2. Regulierungspolitische Paradigmen
 3. Strukturelle Rechtsunsicherheiten
 4. Europazentrierte Kommissionspolitik
 5. Interdependenz politischer und aufsichtsrechtlicher Gesichtspunkte
- V. Perspektiven und Optionen – eine Skizze
 1. Ausgangslage
 2. Brexit – Fluch oder Segen?
 3. Alternative Rechtsetzungsstrategien
 4. Operative Dispositionen
- VI. Schlussfolgerungen und Erkenntnisse

I. Problemstellung

Das europäische Finanzmarktrecht hat seit Jahren einen erheblichen Einfluss auf die Gestaltung und Entwicklung der Schweizer Finanzmarktregulierung. Dies äussert sich namentlich in einer systematischen Rechtsangleichung, welche die materielle Ausgestaltung der neueren Schweizer Finanzmarkterlasse stark geprägt hat. Daneben haben sich auch andere Marktzugangsstrategien etabliert, die parallel oder alternativ zur Anwendung gelangen (sollen). Das erklärte rechtspolitische Ziel dieser Kompatibilitäts- und Konvergenzbemühungen ist die Sicherung des europäischen Marktzugangs.

Ausgangspunkt und Massstab für die Gestaltung der Schweizer Marktzugangspolitik ist die sekundärrechtliche Marktzugangsordnung des EU-Finanzbinnenmarkts. Die Rahmenbedingungen und die daraus abgeleiteten Handlungsoptionen werden einseitig durch die EU vorgegeben.

Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die etablierte Marktzugangspolitik – gemessen am tatsächlichen Marktzugangserfolg – nicht in jeder Hinsicht zielführend war. Trotz systematischer Kompatibilitätspolitik verfügt die Schweiz in zentralen sektoralen Regelungsbereichen nach wie vor nicht über die angestrebten Marktzugangsoptionen.¹ Die Gründe hierfür liegen zum einen in der inkohärenten Konzeption der europäischen Marktzugangsordnung und zum anderen in einer zunehmend restriktiven Politik der europäischen Kommission. Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU (sog. «Brexit») hat diese Dynamik noch zusätzlich verstärkt. Hinzu kommt, dass die rechtlichen Grundlagen der sekundärrechtlichen Marktzugangsmechanismen in jüngster Vergangenheit erheblich verschärft wur-

Dr. iur. *Simon Schären*, Rechtsanwalt, LL. M., Lehrbeauftragter an der Universität Bern, Institut für Wirtschaftsrecht. Prof. Dr. iur. *Thomas Jutzi*, Rechtsanwalt, LL. M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht, Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht, Universität Bern. Die Abhandlung gibt den Stand per 31. August 2020 wieder. Angegebene Quellen aus dem Internet sind zu diesem Zeitpunkt aktuell. Für die Durchsicht des Manuskripts und wertvolle Hinweise bedanken sich die Autoren bei lic. iur. Tina Balzli, Rechtsanwältin, LL. M., Partner und Head Banking, PwC Legal Switzerland, Dr. iur. Jean-Claude Spillmann, Rechtsanwalt, Director und Head Asset & Wealth Management/Banking Regulatory, PwC Legal Switzerland sowie bei MLaw Quirin Meier, Advokat, wiss. Assistent und Doktorand am Institut für Wirtschaftsrecht, Universität Bern.

¹ Das Ziel eines umfassenden europäischen Marktzugangs ist – wie von offizieller Seite bemerkt wird – «noch weit entfernt». Vgl. hierzu Beirat Zukunft Finanzplatz, Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ vom Dezember 2019, 18 (zit. *Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+*). Im FINMA-Risikomonitor 2019 vom 10. Dezember 2019, 9, wird der fehlende (europäische) Marktzugang als eines der bedeutendsten Risiken für den Finanzplatz und die Anliegen der Finanzmarktaufsicht dargestellt.

den. Diese Tendenzen dürften auch in Zukunft bestehen.

Aufgrund der beschriebenen Interessenlage drängt sich eine Standortbestimmung auf, bei der die etablierten Marktzugangsstrategien kritisch gewürdigt werden. Die gewonnenen Erkenntnisse sollen sodann die Basis für eine Skizze rechtspolitischer Perspektiven bilden. Die Ausführungen beschränken sich auf ausgewählte Aspekte und haben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Abhandlung beleuchtet ausserdem einzig supranationale Aspekte des europäischen Rechts und lässt mitgliedstaatliche Besonderheiten und Modalitäten ausser Betracht, selbst wenn sie auf harmonisierte Vorgaben zurückgehen.

II. Ausgangslage und Rahmenbedingungen

1. Die europäische Marktzugangsordnung als Massstab

Der Rahmen für die rechtspolitischen Marktzugangsstrategien wird weitgehend durch die Struktur der europäischen Marktzugangsordnung vorgegeben. Rechtspolitische Dispositionen müssen sich primär nach den konkreten Marktzugangsoptionen richten, die das europäische Recht zur Verfügung stellt. Dieses enthält hierfür durchaus substantielle Anhaltspunkte. Mit zunehmender materieller Harmonisierung und institutioneller Zentralisierung des europäischen Finanzmarktrechts haben sich in den letzten Jahren Ansätze eines sekundärrechtlichen *Marktzugangssystems* herausgebildet.² Im Zentrum dieser Marktzugangsordnung stehen aufsichtsrechtliche Marktzugangsmechanismen, die Drittstaatsubjekten in ausgewählten Regelungsbereichen einen zentralisierten Zugang zum Finanzbinnenmarkt verschaffen.³ Von besonderem Interesse sind dabei jene

Marktzugangsmechanismen, die mit einem Drittstaatenpass verbunden sind und Finanzintermediären aus Drittstaaten daher unionsweite Aktivitäten ermöglichen.⁴

Ein konzeptioneller Nachteil dieser Methodik ist die sektorale Struktur der Marktzugangsordnung, die naturgemäss nach einzelnen Regelungsfeldern ausgerichtet ist.⁵ Einen globalen bzw. umfassenden Marktzugang, der mehrere Sektoren umfasst, besteht nicht.⁶ Stattdessen setzt sich die Marktzugangsordnung aus punktuellen Regelungsbereichen in einzelnen Sekundärrechtserlassen zusammen, die in materieller Hinsicht nicht aufeinander abgestimmt sind.⁷ Darüber hinaus folgen die Marktzugangsmechanismen keinem einheitlichen dogmatischen Konzept.⁸ Entsprechend verwendet jeder Sekundärrechtserlass seine eigenen Marktzugangsmechanismen. Den meisten Regelungsbereichen liegt indessen das sog. *Äquivalenzprinzip* zugrunde.⁹ Nach diesem Paradigma erhalten

über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen [...], ABl. L 314 vom 5. Dezember 2019, 1 ff. [MiFIR rev. 2019]), im *Infrastrukturrecht* (z. B. Art. 25 Verordnung [EU] Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister [...], ABl. L 201 vom 27. Juli 2012, 1 ff. [EMIR]), jüngst revidiert durch Verordnung (EU) 2019/2099 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 hinsichtlich der für die Zulassung von zentralen Gegenparteien anwendbaren Verfahren und zuständigen Behörden und der Anforderungen für die Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten, ABl. L 322 vom 12. Dezember 2019, 1 ff. [EMIR 2.2.]), im *Prospektrecht* (vgl. Art. 28 ff. Verordnung [EU] 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist [...], ABl. L 168 vom 30. Juni 2017, 12 ff. [Prospekt-VO]) oder im Recht der *Verwaltung alternativer Investmentfonds* (Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABl. L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff. [AIFM-RL]).

⁴ Matthias Lehmann/Dirk Zetzsche, Drittstaaten im Finanzmarktrecht – Überlegungen zum Brexit, in: Zetzsche/Lehmann (Hrsg.), *Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen*, Tübingen 2018, 75 ff., N 27 (zit. *Lehmann/Zetzsche* 2018 A).

⁵ Vgl. hierzu allgemein Jakob Schemmel, *Europäische Finanzmarktverwaltung*, Diss. Hamburg 2016, SRR Bd. 11, Tübingen 2018, 18.

⁶ Jutzi/Schären (Fn. 2), 415; Hans Kuhn, *Bank- und Finanzdienstleistungsverträge* (Teil C, Handel mit Dienstleistungen), in: Kronke/Melis/Kuhn (Hrsg.), *Handbuch internationales Wirtschaftsrecht*, 2.A., Köln 2017, N 299.

⁷ Insofern ist das häufig formulierte «Ziel eines umfassenden Zutritts zum EU-Markt für den Schweizer Finanzsektor» in der sekundärrechtlichen Konzeption gar nicht vorgezeichnet (vgl. Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ [Fn. 1], 18). Erschwerend kommt hinzu, dass es in bestimmten zentralen Regelungsbereichen *keine* zentralisierten Marktzugangsmechanismen gibt (Jutzi/Schären [Fn. 2], 416; *Lehmann/Zetzsche* 2018 A [Fn. 4], N 16, 35, 42). Das trifft insb. auf das klassische Bankgeschäft und den Effektenfondsbereich zu.

⁸ Jutzi/Schären (Fn. 2), 415 ff.

⁹ John Armour, *Brexit and financial services*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 33, No. S1, 2017, 54 ff., 61 ff.; Jan Ceysens/Andreas Tarde, *Äquivalenz im Finanzdienstleistungsrecht der Europäischen Union*, EuZW 19/2019, 805 ff.; Susan Emmenegger/Andrea Bigler, *Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen*, SZW 2/2019, 155 ff.; Elis Ferran, *The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation*, Journal of Financial Regulation Vol. 3, issue 1, 2017, 40 ff., 42 f.; Tilman Imm, *Der finanz- und kapitalmarktrechtliche Gleichwertigkeitsmechanismus. Zur Methode der Substitution in Theorie und Praxis*, Diss. Freiburg 2019, SchrUKmR Bd. 77,

² Vgl. zu den neusten Entwicklungen Thomas Jutzi/Simon Schären, *Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch*, GesKR 3/2019, 408 ff., 413 ff., und Niamh Moloney, *Reflections on the EU Third Country Regime for Capital Markets in the Shadow of Brexit*, ECFR 1/2020, 35 ff., 38 ff.; vgl. auch Ksenia Wess, *Drittstaatenregulierung im Finanzdienstleistungsrecht der EU und ihre Auswirkung auf die Schweiz*, Diss. Bern 2020, SSFMR Bd. 134, Zürich/Basel/Genf 2020, N 131 ff.

³ Jutzi/Schären (Fn. 2), 415 ff. Beispiele hierfür finden sich z. B. im *Wertpapierdienstleistungsrecht* (Art. 42 ff. Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente [...], ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff. [MiFID II]), jüngst revidiert durch Richtlinie (EU) 2019/2034 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen [...], ABl. L 314 vom 5. Dezember 2019, 64 ff. [rev. MiFID 2019]) sowie Art. 46 ff. Verordnung [EU] Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente [...], ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 84 ff. [MiFIR]), jüngst revidiert durch Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019

Drittstaatenakteure in einem bestimmten sektoralen Feld Zugang zum Finanzbinnenmarkt, wenn das einschlägige Aufsichtsrecht des jeweiligen Drittstaats mit dem korrespondierenden europäischen Regelungsbereich *gleichwertig* (äquivalent) ist.¹⁰ Das als äquivalent eingestufte Drittstaatenrecht muss darüber hinaus auch wirksam durchgesetzt werden, was insb. eine Frage der adäquaten Aufsicht und des *Enforcement* ist.¹¹ Wird die Äquivalenz in einem konkreten Fall bejaht, können Finanzintermediäre aus dem entsprechenden Drittstaat im sekundärrechtlich gewährten Umfang im Finanzbinnenmarkt tätig werden, ohne hierfür das europäische Recht einhalten zu müssen. Stattdessen genügt es aus aufsichtsrechtlicher Hinsicht, wenn ersatzweise das entsprechende Drittstaatenrecht eingehalten wird.¹² Der äquivalenzbasierte Marktzugang ist ein *Deference*-Modell, bei dem die EU zugunsten des Drittstaats auf die Anwendung und Durchsetzung ihres eigenen Rechts verzichtet.¹³ Dieses Modell ist nur praktikabel, wenn der Drittstaat in allen Aufsichtsbelangen kooperationsbereit ist. Daher setzen die meisten äquivalenzbasierten Marktzugangsmechanismen zusätzlich zu den erwähnten Äquivalenzkriterien in formeller Hinsicht voraus, dass zwischen den zuständigen europäischen Aufsichtsbehörden und den entsprechenden Drittstaatenbehörden Kooperationsabkommen abgeschlossen werden, die einen Informationsaustausch und eine aufsichtsrechtliche Zusammenarbeit sicherstellen.¹⁴ Ferner wird der äquivalenzbasierte Marktzugang gelegentlich auch einem Reziprozitätserfordernis unterwor-

fen, das europäischen Finanzintermediären im betreffenden Drittstaat spiegelbildlich ebenfalls Marktzugang verschaffen soll.¹⁵ Vereinzelt sieht das Sekundärrecht schliesslich vor, dass der Drittstaat bestimmten Anforderungen im Bereich der Geldwäschereibekämpfung und der Steuertransparenz genügen muss.¹⁶

2. Fehlende institutionelle Basis

Da die Schweiz weder der EU noch dem EWR angehört, kann sie nicht unmittelbar am Finanzbinnenmarkt teilnehmen und gilt als *Drittstaat*.¹⁷ Ein staatsvertraglich geregelter Marktzugang für den Finanzdienstleistungssektor besteht derzeit nicht.¹⁸ Das Freihandelsabkommen aus dem Jahr 1972 regelt den Finanzdienstleistungsverkehr nicht, und auch die bilateralen Verträge aus dem Jahr 1999 und 2004 stellen keine Grundlage für einen Marktzugang im Finanzdienstleistungssektor dar.¹⁹ Eine umfassende Marktzugangsbasis dürfte bis auf Weiteres ein utopisches Ziel bleiben. So würde auch das geplante institutionelle Rahmenabkommen nicht unmittelbar zu einem umfassenden Marktzugang für die Finanzdienstleistungsindustrie führen.²⁰

In Ermangelung spezifischer staatsvertraglicher oder anderer institutioneller Grundlagen für einen umfassenden Marktzugang muss sich die Marktzugangspolitik der Schweiz weitgehend an der sekundärrechtlichen Drittstaatenordnung und deren Marktzugangsmechanismen orientieren. Dabei muss von der Hypothese ausgegangen werden, dass es auch in Zukunft keinen institutionalisierten Marktzugang ausserhalb der sekundärrechtlichen Optionen geben wird. Die Schweizer Marktzugangspolitik wird damit weitgehend durch exogene Faktoren bestimmt, die im Einflussbereich der EU liegen.

Tübingen 2020, 61 ff.; *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 416 ff.; *Moloney* (Fn. 2), 38 ff.; *Dörte Poelzig*, Drittstaaten und Gleichwertigkeit, in: Klöhn/Mock (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin/Boston 2019, 1139 ff., 1146 ff.; *Wess* (Fn. 2), N 725 ff.; *Eddy Wymeersch*, Third-Country Equivalence and Access to the EU Financial Markets Including in Case of Brexit, *Journal of Financial Regulation* vol. 4, issue 2, 2018, 209 ff., 214 ff.; *Communication from the Commission* (...). *Equivalence in the area of financial services*, COM(2019) 349 vom 29. Juli 2019 (zit. *Commission COM[2019] 349*); European Parliament (EP), Directorate-General for Internal Policies, *Third country equivalence in EU banking and financial regulation*, 15. März 2019; Commission Staff Working Document, *EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment*, 27. Februar 2017, SWD(2017) 102 (zit. *Commission Staff Working Document 2017*). Obschon vom Primat des Äquivalenzprinzips gesprochen werden kann, gibt es im europäischen Marktzugangsrecht auch noch andere Marktzugangsmechanismen (vgl. hierzu die Übersicht bei *Jutzi/Schären* 2019 [Fn. 2], 415 ff.).

¹⁰ *Imm* (Fn. 9), 113 ff.; *Lehmann/Zetzsche* 2018 A (Fn. 4), N 21.

¹¹ *Imm* (Fn. 9), 117 f.; *Poelzig* (Fn. 9), 1150.

¹² *Ceyssens/Tarde* (Fn. 9), 807.

¹³ *Moloney* (Fn. 2), 39. Die IOSCO definiert *Deference* als «an overarching concept that refers to the reliance authorities place on one another when carrying out regulation or supervision of participants operating cross-border» (IOSCO Market Fragmentation & Cross-border Regulation vom 19. Juni 2019 (zit. *IOSCO Report 2019*), 15, online verfügbar unter: <<https://www.iosco.org/>>). Der äquivalenzbasierte Marktzugang ist ein Anwendungsfall der *Deference*.

¹⁴ *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 416.

¹⁵ *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 416.

¹⁶ *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 416.

¹⁷ Die Teilnahme am Finanzbinnenmarkt und an den internen Marktzugangsprivilegien ist naturgemäss den EU- und EWR-Mitgliedstaaten vorbehalten (*Jutzi/Schären* [Fn. 2]), 410 ff.

¹⁸ *Thomas Jutzi*, Der Einfluss des EU-Rechts auf das schweizerische Recht der kollektiven Kapitalanlagen, *AJP* 1/2015, 1 ff., 1 f.; *Thomas Jutzi/Christoph Feuz*, MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre – Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Vermögensverwalters kollektiver Kapitalanlagen, in: *Jusletter* vom 25. April 2016, Rz. 1 f. Als Ausnahme sei das Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft betreffend die Direktversicherung mit Ausnahme der Lebensversicherung vom 10. Oktober 1989 (Stand: 3. Juli 2018), SR. 0.961.1, erwähnt.

¹⁹ *Jutzi* (Fn. 18), 1 f., m. w. H.

²⁰ Erläuterungen zum Institutionellen Abkommen Schweiz–EU vom 16. Januar 2019, 5.

III. Marktzugangsstrategien

1. Allgemeines

Der europäische Marktzugang gehört seit Jahren «zu den strategischen Kernanliegen der Finanzmarktpolitik.»²¹ Dabei wird «das Ziel eines umfassenden Zutritts zum EU-Markt für den Schweizer Finanzsektor» verfolgt, was über einen bloss sektoralen oder punktuellen Marktzugang hinausgeht.²² Dieser Zielsetzung entsprechend haben sich auf verschiedenen strategischen Ebenen programmatische Ansätze herausgebildet. Basis dieser Politik ist ein Grundlagenpapier des Bundesrats aus dem Jahr 2009, worin strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz definiert werden.²³ Im rechtspolitischen Diskurs der darauffolgenden Jahre wurde jeweils auf diese Grundstrategien Bezug genommen.²⁴ Die Massnahmen, die den strategischen Stossrichtungen zugrunde liegen, lassen sich in vier Kategorien einteilen («vier Pfeiler»)²⁵. Die erste Strategie besteht im Abschluss von (bilateralen) *Marktzugangsvereinbarungen* mit den EU-Mitgliedstaaten, deren Finanzmärkte für die Schweizer Finanzindustrie von Bedeutung sind. Der zweite Ansatz liegt in der Schaffung einer europakompatiblen Schweizer Regulierung, um im Rahmen des Äquivalenzkonzepts punktuell Marktzugangsoptionen wahrnehmen zu können (sog. *Äquivalenzstrategie*). Die dritte Marktzugangsstrategie sieht einen *Dialog* mit der EU über Marktzugangsfragen vor. Im Rahmen der vierten Option sollen schliesslich vertiefte Abklärungen zu einem möglichen *Finanzdienstleistungsabkommen* vorgenommen werden.

Diese Strategien sollen nachfolgend im Einzelnen dargestellt und kritisch gewürdigt werden. Dabei soll jeweils untersucht werden, wie die entsprechende Marktzugangsstrategie konkret umgesetzt worden ist, welcher Marktzugangserfolg dabei erzielt werden konnte und worin allfällige

aufsichtsrechtliche, tatsächliche und politische Hindernisse bestehen. Als rechtspolitischer Referenzpunkt dient das Ziel eines möglichst umfassenden, d. h. sektorübergreifenden europäischen Marktzugangs.

2. Bilaterale Marktzugangsabkommen

2.1 Konzept

Bilaterale Marktzugangsabkommen dienen der Erschliessung eines lokalen Marktzugangs in ausgewählten europäischen Mitgliedstaaten, die für die Schweizer Finanzindustrie von strategischem Interesse sind.²⁶ Marktzugangsabkommen sollen auf Reziprozität basieren und daher gegenseitigen Marktzugang gewähren.²⁷ Der Marktzugang soll dabei auf der Grundlage einer gleichwertigen Regulierung und Aufsicht erfolgen.²⁸ Diese Konzeption ist im Schweizer Aufsichtsrecht z. T. vorgezeichnet.²⁹

Als Modellfall für bilaterale Marktzugangsabkommen mit EU-Mitgliedstaaten wird oft die Vereinbarung mit der Bundesrepublik Deutschland betreffend das vereinfachte Freistellungsverfahren erwähnt.³⁰ Gestützt auf diese Grundlage können Banken bei der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in einem vereinfachten Verfahren eine Freistellung beantragen. Die Freistellung ermöglicht Schweizer Banken, in Deutschland grenzüberschreitende Geschäftsbeziehungen anzubahnen. Ausserdem schafft die erwähnte Vereinbarung die Grundlage für die erleichterte Zulassung grenzüberschreitend vertriebener OGAW-kompatibler kollektiver Kapitalanlagen im jeweiligen Hoheitsgebiet.³¹ Weitere entscheidende Erfolge konnten im europäischen Raum bislang nicht verzeichnet werden. So fehlen z. B. nach wie vor Marktzugangsabkommen mit Frankreich, Italien und Spanien.³²

²¹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17.

²² Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18.

²³ Bundesrat, Strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz. Bericht in Beantwortung des Postulats Graber (09.3209) vom 16. Dezember 2009, 47 ff.

²⁴ Vgl. hierzu Bundesrat, Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes vom 19. Dezember 2012, 22 f., A9, A10. Referenzen zu den erwähnten Stossrichtungen finden sich auch in den Berichten der Expertengruppe zur Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie. Vgl. hierzu den Bericht Regulatorische Herausforderungen für die grenzüberschreitende Schweizer Vermögensverwaltung und strategische Optionen vom 6. Juni 2013, 46 ff. und den Schlussbericht vom 1. Dezember 2014, 22 ff. (zit. *Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014*). Der Bundesrat greift die von ihm definierten Stossrichtungen schliesslich im Bericht Finanzmarktpolitik für einen wettbewerbsfähigen Finanzplatz Schweiz vom Oktober 2016, 15 ff., wieder auf. Schliesslich baut auch die Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17 f., auf den erwähnten Stossrichtungen auf.

²⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17.

²⁶ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 23 f.; *Nina Arqint/Rupert Schaefer*, Die Rolle von Finanzmarktaufsichtsbehörden beim «Marktzugang» und die Praxis der FINMA, in: Kaddous/Matthey (Hrsg.), *Services financiers: Suisse et Union Européenne*, Genf/Zürich/Basel 2016, 261 ff., 276 ff.

²⁷ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 24 f.

²⁸ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 25.

²⁹ Vgl. z. B. Art. 122 Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vom 23. Juni 2006, SR 951.31.

³⁰ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 18. Briefwechsel vom 3. Juli/15. August 2013 zwischen der Schweiz und Deutschland zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Tätigkeit im Finanzbereich (MoU), SR 0.956.113.61; FINMA-Mitteilung Nr. 54 vom 6. Januar 2014: Vereinfachtes Freistellungsverfahren für Schweizer Banken bei grenzüberschreitenden Tätigkeiten im Finanzbereich in Deutschland; vgl. zum Ganzen *Arqint/Schaefer* (Fn. 26), 276 ff.

³¹ FINMA-Mitteilung 55 vom Januar 2014, 3 f., m. w. H.

³² Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18.

2.2 Limitierungen

Der Ansatz des bilateralen Marktzugangs birgt diverse *Limitierungen* und kann daher auf dem Weg zu einem umfassenden europäischen Marktzugang nur als provisorische Lösung betrachtet werden.

Zunächst ist zu berücksichtigen, dass ein auf bilateralem Weg erreichter Marktzugang bloss lokale Aktivitäten im jeweiligen Mitgliedstaat ermöglicht. Ausgehend vom übergeordneten «Ziel eines umfassenden Zutritts zum EU-Markt für den Schweizer Finanzsektor»³³ sind globale Marktzugangsoptionen vorzugswürdig, die nach Möglichkeit den gesamten Finanzbinnenmarkt einschliessen. Muss ein Schweizer Finanzintermediär in jedem einzelnen Mitgliedstaat unterschiedliche aufsichtsrechtliche und operative Anforderungen beachten, kann daraus ein unerwünschter logistischer Mehraufwand entstehen.³⁴ So ist es z. B. eine ineffiziente operative Lösung, in mehreren Staaten parallele physische Strukturen (z. B. Zweigniederlassungen) unterhalten zu müssen. Kann stattdessen nach dem Prinzip der Einmalzulassung im gesamten Finanzbinnenmarkt aus der Schweiz heraus (grenzüberschreitend) operiert werden, lassen sich Skaleneffekte nutzen.³⁵ Solche Marktzugangsoptionen lassen sich indessen einzig über supranationale Drittstaatenpässe realisieren.³⁶

Eine weitere Einschränkung ergibt sich aus dem Umstand, dass das europäische Finanzmarktrecht einer zunehmenden Harmonisierung und Zentralisierung unterworfen ist.³⁷ Dieser Prozess äussert sich in materieller Hinsicht vorwiegend in einem kontinuierlichen Übergang von umsetzungsbedürftigem Richtlinienrecht zu supranationalem Verordnungsrecht.³⁸ Zudem ist im Finanzmarktrecht eine Tendenz zu systematischer Vollharmonisierung zu verzeichnen, sodass den Mitgliedstaaten kaum mehr Gestaltungs- und Umsetzungsspielraum verbleibt.³⁹ Die beschriebene Entwicklung zeichnet sich im Übrigen auch auf einer institutionellen Ebene ab. So werden Aufsichtskompetenzen zunehmend von der mitgliedstaatlichen auf die sup-

ranationale Ebene gehoben, was zu einer sichtlichen Stärkung der europäischen Aufsichtsbehörden (*European Supervisory Authorities*, ESA) und insb. der *European Securities Markets Authority* (ESMA) führt.⁴⁰

Diese Dynamik wirkt sich in ihrer materiellen und institutionellen Erscheinung auch auf die aufsichtsrechtliche Gestaltung der Marktzugangsverhältnisse aus.⁴¹ Mit schwindendem Gestaltungs- und Regelungsspielraum wird den Mitgliedstaaten auch die Kompetenz zur selbstständigen Regelung und Beaufsichtigung von Drittstaatenbeziehungen entzogen. An die Stelle bilateraler Lösungen treten supranationale Marktzugangsmechanismen, über deren Aktivierung die Kommission für die gesamte Union abschliessend entscheidet.⁴² Zudem gibt es in gewissen Bereichen eine zentralisierte Aufsicht für Drittstaatsverhalte, die durch die ESA (insb. durch die ESMA) ausgeübt wird.⁴³ Als Konsequenz dieses Wandels treten bilaterale Marktzugangsvereinbarungen mit EU-Mitgliedstaaten vermehrt in den Hintergrund.⁴⁴ In Regelungsbereichen, in denen noch kein vollharmonisiertes Drittstaatenregime besteht und den Mitgliedstaaten entsprechende Handlungsspielräume verbleiben, können bilaterale Marktzugangsvereinbarungen indessen weiterhin als Auffangoption dienen.⁴⁵

3. Äquivalenzstrategie

3.1 Dogmatischer Ansatz

Im Zentrum der Schweizer Marktzugangspolitik steht seit geraumer Zeit die sog. Äquivalenzstrategie.⁴⁶ Diese Marktzugangsstrategie lehnt sich an das im europäischen Finanzmarktrecht etablierte Äquivalenzkonzept und dessen Marktzugangsmechanismen an.⁴⁷ Da sekundärrechtliche Äquivalenz-

³³ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18.

³⁴ Vgl. hierzu für den Kontext der AIFM-RL *Thomas Jutzi/Ksenia Wess*, Compliance-Anforderungen für Schweizer Asset Manager alternativer Investmentfonds: Parallele Anwendung europäischer und nationaler Regulierungen, SZW 5/2018, 496 ff., 500 f. (zit. *Jutzi/Wess* 2018).

³⁵ *Lehmann/Zetzsche* 2018 A (Fn. 4), N 50; *Dörte Poelzig/Max Bärnreuther*, Die finanzmarktrechtlichen Konsequenzen des «Brexit», in: *Kramme/Baldus/Schmidt-Kessel* (Hrsg.), *Brexit. Privat- und wirtschaftsrechtliche Folgen*, 2. A., Baden-Baden 2020, 365 ff., N 16.

³⁶ Vgl. dazu oben, II.1.

³⁷ *Alexander F. P. Brüggemeier*, Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht, Diss. Hamburg 2017, SchrUKmR Bd. 46, Tübingen 2018, 3 ff., 11 f. Die Dynamik um den *Brexit* hat diese Tendenzen noch zusätzlich verstärkt (*Jutzi/Schären* [Fn. 2], 418 ff.).

³⁸ *Brüggemeier* (Fn. 37), 12.

³⁹ *Brüggemeier* (Fn. 37), 11.

⁴⁰ *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 411, m. w. H.

⁴¹ *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 414; *Hans Kuhn*, Bank- und Finanzdienstleistungsverträge (Teil C, Handel mit Dienstleistungen), in: *Kronke/Melis/Kuhn* (Hrsg.), *Handbuch internationales Wirtschaftsrecht*, 2. A., Köln 2017, N 299; *Lehmann/Zetzsche* 2018 A (Fn. 4), N 18.

⁴² *Imm* (Fn. 9), 102 f.; *Poelzig* (Fn. 9), 1147 f.

⁴³ *Edoardo Grossule*, Risks and Benefits of the Increasing Role of ESMA: A Perspective from the OTC Derivatives Regulation in the Brexit Period, EBOR (2020) 21, 393 ff., 397 ff.

⁴⁴ Dies wird im Ergebnis auch von offizieller Seite her eingeräumt (Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 [Fn. 24], 24 f.).

⁴⁵ Das gilt z. B. für das Drittstaatenregime von Art. 39 ff. MiFID II, das die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen an Privatkunden und sog. gekorene professionelle Anleger regelt. Den Mitgliedstaaten verbleibt hier ein Regelungsspielraum. Sie dürfen insb. autonom festlegen, ob Drittlandfirmen im jeweiligen Mitgliedstaat eine Zweigniederlassung errichten müssen. Diese Marktzugangsoption ist auf das jeweilige Territorium des Aufnahmemitgliedstaats beschränkt.

⁴⁶ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 25 ff.

⁴⁷ Vgl. dazu oben, II.1.

vorgaben eine gleichwertige Drittstaatenregulierung voraussetzen, muss das Schweizer Aufsichtsrecht den Vorgaben des europäischen Finanzmarktrechts entsprechend *angepflichtet* werden. Eine Rechtsangleichung soll prioritär in jenen Regelungsbereichen erfolgen, «in denen die Wahrung oder Eröffnung des Marktzutritts für die Schweiz erstrebenswert ist»⁴⁸. Die Gleichwertigkeit der Regulierung wird daher primär in jenen sektoralen Regelungsfeldern verwirklicht, in denen auf der europäischen Ebene geeignete Anknüpfungspunkte für einen äquivalenzbasierten Marktzugang bestehen.

Eine Äquivalenz von Regulierung und Aufsicht soll nur «in der Substanz» gewährleistet werden, was eine identische Rezeption ausschliesst.⁴⁹ Dies ermöglicht dem Gesetzgeber die «Wahrnehmung nationaler Handlungsspielräume».⁵⁰ Die Rechtsangleichung steht somit im Spannungsverhältnis zwischen äquivalenter Rechtsgestaltung und angemessener Berücksichtigung der «schweizerischen Gegebenheiten».⁵¹ Entsprechend rechtfertigen sich unter Berücksichtigung «der besonderen Eigenschaften des Schweizer Finanzmarkts» *Abweichungen* vom europäischen Referenzsystem.⁵² Immerhin legt der Gesetzgeber Wert darauf, dass allfällige Divergenzen zum europäischen Recht im Lichte der identifizierten Besonderheiten «sachlich gerechtfertigt» sind.⁵³ Diese flexible Herangehensweise steht im Einklang mit den europäischen Anforderungen, da die europäische Kommission bei der Äquivalenzprüfung bloss eine funktionale Gleichwertigkeit voraussetzt und in diesem Zusammenhang einen ergebnisorientierten Ansatz verfolgt.⁵⁴

3.2 Umsetzung

Ein Grossteil der neueren Schweizer Finanzmarkterlasse weist äquivalenzbezogene Interdependenzen mit europäischen Regelungsbereichen auf. Bei der Gestaltung dieser Erlasse wurde daher i. d. R.

eine Äquivalenzstrategie im beschriebenen Sinn verfolgt. Dies gilt z. B. für einen Grossteil der Normen des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG⁵⁵) und teilweise auch des Finanzinstitutsgesetzes (FINIG⁵⁶), die sich an den Vorgaben der MiFID II bzw. der MiFIR und weiteren einschlägigen Bezugsgrössen orientieren.⁵⁷ Ansätze einer Äquivalenzstrategie finden sich auch in gewissen Teilen des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG⁵⁸), wo Referenzen zur europäischen Infrastrukturegulierung (insb. gemäss EMIR, MiFID II und MiFIR) zu verzeichnen sind.⁵⁹

Vereinzelt wurde eine Äquivalenzstrategie auch in Rechtsgebieten verfolgt, in denen das europäische Recht keine (traditionellen) Marktzugangsmechanismen kennt oder den Marktzugang jedenfalls nicht von Äquivalenzkriterien abhängig macht. Im Vordergrund steht hier die kollektivanlagerechtliche Gesetzgebung des KAG, die sich weitgehend an den jeweiligen europäischen Vorbildern – der AIFM-RL⁶⁰ bzw. der OGAW-RL⁶¹ – orientiert.⁶²

3.3 Standortbestimmung

Konkrete Äquivalenzanerkennungen wurden der Schweiz bislang in 13 sektoralen Regelungsbereichen zugesprochen.⁶³ Wichtige Bereiche, in de-

⁵⁵ Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) vom 15. Juni 2018, SR 950.1.

⁵⁶ Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) vom 15. Juni 2018, SR. 954.1.

⁵⁷ Botschaft FIDLEG/FINIG (Fn. 51), 8918, 9088 f.; *Thomas Jutzi/Ksenia Wess/Damian Sieradzki*, Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext, *AJP* 5/2020, 572 ff., 586 ff.; *Thomas Jutzi/Ksenia Wess*, Die (neuen) Pflichten im Execution-only-Geschäft: Zusammenspiel von FIDLEG und OR, *SZW* 6/2019, 589 ff., 589 (bei Fn. 3); *Thomas Jutzi/Ksenia Wess*, Informationspflichten gemäss FIDLEG und MiFID II – Äquivalenz in der Regulierung?, *recht* 3/2019, 143 ff., 144.

⁵⁸ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (FinfraG) vom 19. Juni 2015, SR. 958.1.

⁵⁹ Botschaft FinfraG (Fn. 53), 7494 ff., 7503 ff., 7512, 7614, 7627, 7630, 7633, 7636 f., 7495 f., 7498, 7503 f., 7506 f., 7512, 7614, 7629 f., 7633, 7636 f.

⁶⁰ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, *ABl. L* 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff.

⁶¹ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), *ABl. L* 302 vom 17. November 2009, 32 ff.

⁶² Die OGAW-RL kennt traditionell kein marktzugangsbezogenes Drittstaatenregime (*Jutzi/Schären* [Fn. 2], 416; *Lehmann/Zetsche* 2018 A [Fn. 4], N 16, 35, 42). Das Drittstaatenregime der AIFM-RL folgt nicht einem traditionellen Äquivalenzkonzept (*Wymersch* [Fn. 9], 249). Stattdessen muss ein Drittstaaten-Intermediär gegebenenfalls wesentliche Bestimmungen der AIFM-RL direkt einhalten (Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL); vgl. zur Rechtsangleichung im Bereich des Kollektivanlagerechts und zu den diesbezüglichen Kompatibilitätsstrategien *Thomas Jutzi/Ksenia Wess/Damian Sieradzki*, Das Kollektivanlagenrecht im Lichte der neuen Finanzmarktarchitektur – unter besonderer Berücksichtigung der europäischen Rechtsordnung, *Jusletter* vom 29. Juni 2020, Rz. 3 ff. und *Jutzi* (Fn. 18), 6 ff.

⁶³ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18; vgl. für einen Überblick *Emmenegger/Bigler* (Fn. 9), 161 ff.

⁴⁸ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17.

⁴⁹ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 26.

⁵⁰ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 26.

⁵¹ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, SR. 15.073, 8918 (zit. *Botschaft FIDLEG/FINIG*).

⁵² Botschaft FIDLEG/FINIG (Fn. 51), 8939. Der Gesetzgeber bringt dabei jeweils zum Ausdruck, dass solche Abweichungen vor dem Hintergrund des konkreten Vergleichsmaßstabs *unschädlich* seien (vgl. z. B. *Botschaft FIDLEG/FINIG* [Fn. 51], 8940).

⁵³ Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, SR. 14.061 (zit. *Botschaft FinfraG*), 7512.

⁵⁴ *Ceyssens/Tarde* (Fn. 9), 807 f.; *Imm* (Fn. 9), 113 f.; Kommission COM(2019) 349 (Fn. 9), 8: «Bei den Gleichwertigkeitsprüfungen der Rahmen von Drittländern werden deren Ergebnisse bei Regulierung und Beaufsichtigung bewertet (...). Die Regelungen von Drittländern müssen nicht mit dem EU-Rahmen identisch sein, aber die gleichen Ergebnisse gewährleisten.»

nen Marktzugangsoptionen bestehen, betreffen insb. die Regulierung zentraler Gegenparteien gemäss EMIR oder die Solvabilität der Versicherungsregulierung gemäss Solvency II⁶⁴. In vielen für den Schweizer Finanzplatz relevanten Feldern stehen Äquivalenzverfahren oder positive Beschlüsse indessen noch aus. So verfügt die Schweiz z. B. im Rahmen der Erbringung grenzüberschreitender Wertpapierdienstleistungen gemäss Art. 46 ff. MiFIR über keine aktuellen Marktzugangsoptionen.⁶⁵ Auch die Marktzugangsoptionen der AIFM-RL wurden noch nicht aktiviert.⁶⁶ Beim Marktzugang der Schweizer Handelsplätze i. S. v. Art. 23 Abs. 1 MiFIR i. V. m. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II kam es gar zu einem entscheidenden Rückschritt.⁶⁷ Der ursprünglich befristete und im Dezember 2018 für ein Jahr verlängerte Äquivalenzbeschluss wurde nicht erneut verlängert und lief daher per Ende 2019 aus.

Insgesamt wird der aktuelle Status beim äquivalenzbasierten Marktzugang als unbefriedigend empfunden.⁶⁸ Der tatsächlich erreichte Umfang des Marktzugangs steht in einem ungünstigen Verhältnis zu den flächendeckenden und systematischen Konvergenzbestrebungen der letzten Jahre. Darüber hinaus hat sich die Marktzugangssituation in letzter Zeit tendenziell verschlechtert und dürfte sich in naher Zukunft weiter verschlechtern.⁶⁹ Entsprechend sind gezielte rechtspolitische Massnahmen angezeigt, um «einer drohenden weiteren Verschlechterung der Situation entgegenzuwirken»⁷⁰.

4. Marktzugangsbezogener Dialog

Der dritte Pfeiler der Marktzugangspolitik sieht einen Dialog mit der EU über den Marktzugang vor. Der Dialog hat den Zweck, «Äquivalenzverfahren möglichst transparent, rasch und berechenbar zu

gestalten»⁷¹. Dieser Dialog wird auf Seiten der Eidgenossenschaft durch das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) geführt.⁷² Die Dialogkultur wird als zielführend empfunden und soll auch in Zukunft weiterverfolgt werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass Drittstaaten bei Äquivalenzverfahren nicht formell involviert werden und daher keinerlei Partei- oder Verfahrensrechte haben.⁷³ Die Kommission hat keine Transparenzverpflichtungen.⁷⁴

5. Finanzdienstleistungsabkommen

Seit einigen Jahren wird geprüft, inwiefern der Finanzdienstleistungsverkehr mit der EU Gegenstand eines spezifischen Finanzdienstleistungsabkommens sein könnte.⁷⁵ Ein solches Finanzdienstleistungsabkommen hätte den Vorteil, dass der Marktzugang sektoral konsolidiert werden könnte. Dadurch könnte die fragmentierte Struktur der Markt Zugangsordnung mit ihren punktuellen Markt Zugangsmechanismen überwunden werden. Ausserdem könnten die mit dem Äquivalenzkonzept verbundenen Rechtsunsicherheiten beseitigt werden.⁷⁶ Wie ein solches Abkommen ausgestaltet werden könnte und ob sich die EU hierzu verhandlungsbereit zeigen würde, ist indessen weitgehend offen.⁷⁷ Jedenfalls ist davon auszugehen, dass die Schweiz systematische Anpassungen an das europäische Recht vornehmen müsste.⁷⁸

Da ein Finanzdienstleistungsabkommen bislang nicht die gewünschte innenpolitische Unterstützung erhalten hat, konnte dieser Ansatz nicht entscheidend vorangetrieben werden.⁷⁹ Ein ursprünglich noch vorgesehener Vorstoss bei der Kommission blieb aus.⁸⁰ Immerhin bleibt das Finanzdienstleistungsabkommen eine «langfristige Option».⁸¹

⁶⁴ Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II [Solvency II]), ABl. L 335 vom 17. Dezember 2009, 1 ff.

⁶⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 19.

⁶⁶ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 19.

⁶⁷ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 19; Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 der Kommission vom 21. Dezember 2017 über die Gleichwertigkeit des für Börsen in der Schweiz geltenden Rechts- und Aufsichtsrahmens gemäss der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. L 344 vom 23. Dezember 2017, 52 ff. (zit. *Durchführungsbeschluss [EU] 2017/2441*) sowie Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 vom Dezember 2018 über die Gleichwertigkeit des für Börsen in der Schweiz geltenden Rechts- und Aufsichtsrahmens gemäss der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. L 327 vom 21. Dezember 2018, 77 ff. (zit. *Durchführungsbeschluss [EU] 2018/2047*).

⁶⁸ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17.

⁶⁹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 19 f.

⁷⁰ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 2.

⁷¹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17.

⁷² Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18. Ein ähnlicher Austausch findet auch auf Ebene der Aufsichtsbehörden bzw. zwischen der FINMA und den ESAs statt (vgl. hierzu *Arquint/Schaefer* [Fn. 26], 275).

⁷³ *Wymeersch* (Fn. 9), 218.

⁷⁴ *Oliver Barholet*, § 5 N 68, in: *Sester/Brändli/Barholet/Schildknecht* (Hrsg.) *St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht. Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen*, St. Gallen/Zürich 2018; vgl. zu diesen Aspekten auch unten, VI.3.

⁷⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 10, 17 f.; Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 26 ff.

⁷⁶ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 27.

⁷⁷ Einen konkreten Vorstoss in Brüssel gab es, soweit ersichtlich, noch nicht. (Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ [Fn. 1], 18).

⁷⁸ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 27.

⁷⁹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18.

⁸⁰ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014 (Fn. 24), 28.

⁸¹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18.

6. Erkenntnisse

Unter den diskutierten Marktzugangsstrategien steht der *Äquivalenzansatz* im Vordergrund. Gleichzeitig verlieren andere Marktzugangsstrategien tendenziell an Bedeutung. Das gilt insb. für die bilaterale Abkommenspolitik und ein allfälliges Finanzdienstleistungsabkommen. Diese Entwicklung ist auf die zunehmende Bedeutung des harmonisierten europäischen Finanzmarktrechts und dessen supranationale Marktzugangsordnung zurückzuführen. Da die Marktzugangsordnung vorwiegend durch die Modalität des äquivalenzbasierten Marktzugangs geprägt wird, müssen Drittstaaten zur Sicherung des Marktzugangs ihr Recht jenem der EU angleichen. Entsprechend hat die Schweiz in Regelungsbereichen, in denen äquivalenzbezogene Interdependenzen mit der europäischen Marktzugangsordnung bestehen, systematische Äquivalenzbestrebungen unternommen. Die mit dieser Strategie erzielten Ergebnisse werden überwiegend als unbefriedigend empfunden, da in vielen zentralen Regelungsbereichen (noch) keine Marktzugangsoptionen bestehen oder – wie im Fall der Handelsplatzregulierung – gar einschneidende Rückschritte zu verzeichnen waren.

IV. Erklärungsansätze

1. Vorbemerkung

Es besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass die in der Schweizer Regulierung verfolgte Äquivalenzstrategie bislang nicht die gewünschte Wirkung erzielt hat und daher weiterentwickelt oder modifiziert werden muss. Nicht restlos geklärt sind indessen die Gründe für diese Erfolglosigkeit. Das Verständnis dieser Ursachen ist eine entscheidende Voraussetzung, um die etablierten Marktzugangsstrategien weiterentwickeln zu können. Daher soll nachfolgend untersucht werden, welche rechtlichen und politischen Faktoren die Gestaltung der Marktzugangsverhältnisse beeinflusst haben. Die Erörterungen beschränken sich auf ausgewählte Aspekte und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

2. Regulierungspolitische Paradigmen

Die aktuelle Konzeption der Marktzugangsordnung ist historisch auf das Zusammenspiel gegensätzlicher Ideologien zurückzuführen, in denen die jeweiligen wirtschaftlichen und politischen Interessen der EU-Mitgliedstaaten zum Ausdruck kommen. Charakteristisch für dieses politische

Spannungsfeld sind zwei idealtypische Regulierungsansätze, die in der politischen Ökonomie anschaulich als *market shaping* bzw. *market making* bezeichnet werden.⁸² Der Ansatz des *market shaping* steht traditionell für restriktive sowie präskriptive Regulierung und betont traditionelle Aufsichtsziele wie Finanzstabilität und Anlegerschutz.⁸³ Demgegenüber steht beim Paradigma des *market making* eine liberale und wettbewerbsorientierte Regulierung im Vordergrund, die auf offenen und prinzipienbasierten Normkonzepten fusst.⁸⁴ Unter den Mitgliedstaaten bildeten sich zwei entgegengesetzte Koalitionen heraus, denen jeweils die beschriebenen Positionen zugrunde lagen. Während die restriktive Koalition regelmässig von Frankreich angeführt wurde und typischerweise Belgien und die mediterranen Mitgliedstaaten umfasste, bildete das Vereinigte Königreich gemeinsam mit einer wechselnden Zusammensetzung nördlicher und skandinavischer Mitgliedstaaten den liberalen Gegenpol.⁸⁵ Deutschland verfolgte eine uneinheitliche Politik, vertrat in vielen wichtigen Regulierungsanliegen allerdings tendenziell restriktive Positionen.⁸⁶

Der beschriebene ideologische Gegensatz prägte auch die Drittstaatenregulierung und insb. die Marktzugangsfrage. Die restriktivere der beiden Koalitionen betrachtete den Drittstaatenmarktzugang primär als Quelle importierter Externalitäten und sah aus diesem Grund die europäischen Aufsichtsinteressen gefährdet.⁸⁷ Daher sollte der Marktzugang tendenziell erschwert und von strengen Bedingungen abhängig gemacht werden. Im Kontrast hierzu setzte sich die liberale Koalition traditionell für einen offenen Finanzbinnenmarkt und einen freien Wettbewerb ein. Finanzintermediären aus Drittstaaten sollte der Marktzugang daher nach Möglichkeit erleichtert werden.⁸⁸ Aufgrund dieser divergierenden Ansätze hatte auch das sekundär-

⁸² Elizabeth Howell, Post-Brexit UK Fund Regulation: Equivalence, Divergence or Convergence?, EBOR (2020) 21, 611 ff., 620 ff.; Grossule (Fn. 43), 407; David Howarth/Lucia Quaglia, Brexit and the Single European Financial Market, JCMS 2017, Vol. 55, Annual Review, 149 ff., 150 f. (zit. Howarth/Quaglia 2017); Lucia Quaglia, The Politics of 'Third Country Equivalence' in Post-Crisis Financial Services Regulation in the European Union, West Eur. Politics 2015, Vol. 38, No. 1, 167 ff., 171 f. (zit. Quaglia 2015).

⁸³ Quaglia 2015 (Fn. 82), 171.

⁸⁴ James Buckley/David Howarth, Internal Market: Gesture Politics? Explaining the EU's Response to the Financial Crisis, JCMS 2010, Vol. 48, Annual Review, 119 ff., 120; Quaglia 2015 (Fn. 82), 171.

⁸⁵ Lucia Quaglia, Brexit and EU financial regulation, in: Diamond/Nedergaard/Rosamond (Hrsg.), The Routledge Handbook of the Politics of Brexit, London/New York 2018, 244 ff., 247 (zit. Quaglia 2018).

⁸⁶ Lucia Quaglia, The 'Old' and 'New' Politics of Financial Services Regulation in the European Union, New Political Econ. 2012, Vol. 17, Issue 4, 515 ff., 520; Quaglia 2018 (Fn. 85), 247; relativierend Howell (Fn. 82), 621 ff.

⁸⁷ Quaglia 2018 (Fn. 85), 249.

⁸⁸ Quaglia 2015 (Fn. 82), 174; Quaglia 2018 (Fn. 85), 249.

rechtliche Äquivalenzkonzept je nach Ansatz eine unterschiedliche Funktion. Während die restriktive Koalition die Äquivalenz als regulatives Instrument zur Wahrung europäischer Aufsichtsinteressen auffasste, betrachtete die liberale Koalition aufsichtsrechtliche Marktzugangsmechanismen als Vehikel zur Liberalisierung des Dienstleistungsverkehrs.⁸⁹

Der relative Einfluss der konträren Ansätze veränderte sich im Laufe der Zeit stark. Während die Regulierungskultur vor der Finanzmarktkrise eher durch die liberale Politik des Vereinigten Königreichs geprägt war, gewann nach der Finanzkrise die gegenteilige Position an Gewicht. Das zeigte sich besonders in einer zunehmend restriktiveren Marktzugangsregulierung. Während die von Frankreich angeführte Koalition – teilweise unterstützt durch Deutschland – den Drittstaatenmarktzugang regulatorisch ausschliessen oder an strenge Bedingungen knüpfen wollte, versuchte das Vereinigte Königreich auf möglichst liberale Marktzugangsmechanismen hinzuwirken. Das Vereinigte Königreich sprach sich auch entschieden gegen institutionelle Zentralisierungen bei Aufsichtskompetenzen aus.⁹⁰ Diese Kontroverse spiegelte sich in diversen neueren Gesetzgebungsvorhaben, z. B. der AIFM-RL oder der EMIR und den jeweiligen Marktzugangsmechanismen, wider. Die Kommission wirkte jeweils auf Kompromisslösungen hin, sodass die Marktzugangsmechanismen im Ergebnis oft weder protektionistisch noch übermässig liberal waren.

Der *Brexit* veränderte die beschriebene politische Dynamik dramatisch. Der schwindende liberale Einfluss des Vereinigten Königreichs führte zu einem Wandel hin zu einer restriktiveren Politik, die dem idealtypischen Ansatz des *market shaping* entsprach.⁹¹ Dieser Paradigmenwechsel äusserte sich in einer Reihe von Reformen, mit denen vorbestehende Marktzugangsmechanismen modifiziert und z. T. erheblich verschärft wurden. Beispiele sind die Reform des Drittstaatenregimes von MiFID II/MiFIR oder die Regulierung von zentralen Gegenparteien (CCP) aus Drittstaaten gemäss EMIR.⁹² Zudem wurden verschiedene drittstaatenbezogene Aufsichtskompetenzen auf die supranationale Ebene verschoben und dadurch die Stellung der ESA gestärkt.⁹³ Die erwähnten Reformen trugen auch dem Umstand Rechnung, dass viele systemrelevante oder sonst wie wirtschaftlich bedeutende Finanzintermediäre, die vor dem

Brexit noch in den Finanzbinnenmarkt integriert waren, neu als Drittstaatenakteure auftreten würden. Die Marktzugangsordnung musste z. T. auch revidiert werden, um dieser neuen Interessenlage Rechnung zu tragen.⁹⁴ Die legislativen Entwicklungen waren mitunter auch darauf zurückzuführen, dass Mitgliedstaaten im *Brexit* standortpolitische und fiskalische Opportunitäten erkannten und im Vereinigten Königreich ansässige Finanzintermediäre zu Sitzverlegungen bewegen wollten.⁹⁵ Eine Verschärfung der Marktzugangsordnung machte den Drittstaatenstatus dieser Akteure unattraktiv und erhöhte den Anreiz, mit einer Sitzverlegung in den europäischen Raum die verlorenen bzw. gefährdeten Freizügigkeiten wiederzuerlangen. Darüber hinaus liess sich unter den Mitgliedstaaten mit grösseren Finanzplätzen (insb. Paris und Frankfurt) auch ein Standortwettbewerb beobachten, der auf die aktive Abwerbung von in London ansässigen Instituten ausgerichtet war.⁹⁶ Für die Zukunft ist aufgrund der beschriebenen Interessenlage von weiteren legislativen Verschärfungen und einer tendenziellen Erschwerung des Drittstaatenmarktzugangs auszugehen.⁹⁷

3. Strukturelle Rechtsunsicherheiten

Äquivalenzverfahren werden von der Europäischen Kommission durchgeführt. Ob ein Verfahren mit Blick auf einen bestimmten Drittstaat aufgenommen wird, liegt im alleinigen Ermessen der Kommission.⁹⁸ Drittstaaten können die Aufnahme eines Verfahrens grundsätzlich nicht beantragen.⁹⁹ Das gilt selbst dann, wenn sie die tatsächliche Gleichwertigkeit ihres Rechts- und Aufsichtsrahmens nachweisen können. Die Kommission ist nicht verpflichtet, ein aufgenommenes Verfahren fortzuführen oder abzuschliessen. Erst recht gibt es keinen sekundärrechtlich vorgegebenen zeitlichen Rahmen, der bei der Durchführung eines Verfahrens beachtet werden muss.¹⁰⁰ Es bestehen keinerlei Transparenz- oder Rechenschaftspflichten.¹⁰¹ Drittstaaten werden gegebenenfalls zur

⁸⁹ *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 418 f., 423; *Moloney* (Fn. 2), 54 ff., 58 ff. Dies kam ganz besonders bei der Infrastrukturregulierung zum Ausdruck, da sich die wichtigsten zentralen Gegenparteien in London befinden. Entsprechend wurde der Rechtsrahmen der EMIR revidiert und verschärft (vgl. insb. Art. 25a EMIR 2.2).

⁹⁰ *David Howarth/Lucia Quaglia*, *Brexit and the battle for financial services*, J. Eur. Public Policy 2018, Vol. 25, No. 8, 1118 ff., 1121 (zit. *Howarth/Quaglia* 2018).

⁹¹ *Howarth/Quaglia* 2018 (Fn. 95), 1131; vgl. auch *Howell* (Fn. 82), 623.

⁹² *Howarth/Quaglia* 2017 (Fn. 82), 161; *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 423.

⁹³ *Ceyssens/Tarde* (Fn. 9), 806; *Imm* (Fn. 9), 128 f.

⁹⁴ SGHB Finanzmarktrecht I-*Bartholet* (Fn. 74), § 5 N 68.

⁹⁵ SGHB Finanzmarktrecht I-*Bartholet* (Fn. 74), § 5 N 68; *Imm* (Fn. 9), 105.

⁹⁶ SGHB Finanzmarktrecht I-*Bartholet* (Fn. 74), § 5 N 68.

⁸⁹ *Quaglia* 2015 (Fn. 82), 174.

⁹⁰ *Quaglia* 2018 (Fn. 85), 248.

⁹¹ *Howarth/Quaglia* 2017 (Fn. 82), 161.

⁹² *Moloney* (Fn. 2), 54 ff.

⁹³ *Nathan De Arriba-Sellier*, *The Brexit Reform of European Financial Supervision: Lost in Transition?*, EBLR 4/2019, 695 ff., 704 ff.; *Moloney* (Fn. 2), 57.

Sachverhaltsabklärung informell involviert, haben aber keine formellen Partei- oder Verfahrensrechte.¹⁰² Obschon sekundärrechtliche Kriterien den Rahmen für die Äquivalenzbeurteilung vorgeben, hat die Kommission einen weiten Ermessens- und Beurteilungsspielraum.¹⁰³ Die sekundärrechtlichen Äquivalenzkriterien sind entsprechend offen und wertausfüllungsbedürftig ausgestaltet. Über den materiellen Verfahrensausgang entscheidet die Kommission nach freiem Ermessen, und Drittstaaten haben keinen Anspruch darauf, als äquivalent anerkannt zu werden.¹⁰⁴ Wird ein Äquivalenzverfahren abgeschlossen, ergeht i. d. R. ein Beschluss in der Form eines Durchführungsrechtsakts gemäss Art. 291 AEUV^{105,106} In Ausnahmefällen ergehen Äquivalenzbeschlüsse gestützt auf delegierte Rechtssetzungsbefugnisse i. S. v. Art. 290 AEUV.¹⁰⁷ Formelle Rechtsakte ergehen nur in Konstellationen, in denen die Kommission die Äquivalenz in der Sache bejaht. Wird die Äquivalenz hingegen verneint, ergeht kein formeller Beschluss hierüber, und die konkreten Erwägungen bleiben der Öffentlichkeit verborgen.¹⁰⁸

4. Europazentrierte Kommissionspolitik

Äquivalenz ermöglicht Drittstaatenakteuren als *Deference*-Modell einen europäischen Marktzugang, ohne dass die lokalen Normen des europäischen Finanzmarktrechts eingehalten werden müssen.¹⁰⁹ Stattdessen können sich Drittstaatenakteure auf die Einhaltung der Rahmenbedingungen ihres Herkunftsstaats beschränken, was – zumindest aus theoretischer Sicht – grenzüberschreitende Finanzdienstleistungsaktivitäten erleichtert und regulatorische Fragmentierung verhindert.

Die Europäische Kommission betont in ihrer jüngeren Politik zu den Äquivalenztatbeständen indes nicht die Marktzugangsfunktion, sondern die europäischen Aufsichtsinteressen wie insb. die Wahrung der Finanzstabilität, den Anlegerschutz und die Marktintegrität.¹¹⁰ Entsprechend wird die Äquivalenz nicht als Liberalisierungsvehikel be-

trachtet, das Drittstaatenakteuren einen europäischen Marktzugang eröffnen soll. Stattdessen soll die Äquivalenz umgekehrt europäischen Finanzintermediären den Marktzugang *in Drittstaaten* erleichtern.¹¹¹ Dies kann in der Konzeption der Äquivalenz u. a. mit dem Reziprozitätserfordernis erreicht werden, das in vielen Tatbeständen enthalten ist. Danach muss der jeweilige Drittstaat europäischen Finanzintermediären unter gleichwertigen Rahmenbedingungen spiegelbildlich ebenfalls Marktzugang gewähren.¹¹² Dies führt zu einer Entlastung der europäischen Finanzintermediäre, da diese im Rahmen ihrer Tätigkeit im entsprechenden Drittstaat nur das europäische Finanzmarktrecht einhalten müssen. Diese einseitige, auf europäische Aufsichtsinteressen ausgerichtete Kommissionspolitik ist Ausdruck der zunehmend restriktiven Regulierungskultur, die sich mit dem *Brexit*-Prozess verstärkte und bis heute andauert.¹¹³

5. Interdependenz politischer und aufsichtsrechtlicher Gesichtspunkte

Obschon die Kommission bei Äquivalenzprüfungen grundsätzlich an sekundärrechtliche Kriterien und Rahmenbedingungen gebunden ist, fliessen zunehmend auch politische Aspekte in die Beurteilung ein. Die Offenheit der Tatbestände und der damit verbundene Ermessens- und Beurteilungsspielraum der Kommission ermöglichen die Berücksichtigung politischer Interessen.¹¹⁴ Den Einfluss politischer Erwägungen hat auch die Kommission anerkannt.¹¹⁵ Auch das europäische Parlament, das grundsätzlich nicht direkt in Äquivalenzverfahren involviert wird, hat kritisch bemerkt, dass «Gleichwertigkeitsbeschlüsse eindeutig eine politische Dimension aufweisen, bei der möglicherweise unterschiedliche politische Ziele abgewogen werden».¹¹⁶

¹⁰² Wymeersch (Fn. 9), 218.

¹⁰³ Imm (Fn. 9), 116.

¹⁰⁴ Commission Staff Working Document 2017 (Fn. 9), 8; Imm (Fn. 9), 105. Die Kommission behält sich vor, begünstigende Äquivalenzfeststellungen jederzeit und ohne Begründung wieder zu *entziehen*. Ein Entzug drängt sich z. B. auf, wenn sich die Regulierungsqualität einer bestimmten Drittstaatenregulierung nachträglich verschlechtert, sodass die Äquivalenzkriterien nach der Auffassung der Kommission nicht mehr erfüllt sind.

¹⁰⁵ Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

¹⁰⁶ Commission Staff Working Document 2017 (Fn. 9), 8; Ceysens/Tarde (Fn. 9), 806; Imm (Fn. 9), 105.

¹⁰⁷ Imm (Fn. 9), 105.

¹⁰⁸ Imm (Fn. 9), 105; Wymeersch (Fn. 9), 219.

¹⁰⁹ Vgl. dazu oben, II.1.

¹¹⁰ Commission COM(2019) 349 (Fn. 9), 4; Imm (Fn. 9), 105.

¹¹¹ Commission Staff Working Document 2017 (Fn. 9), 5; European Parliament, Directorate-General for Internal Policies (IPOL) In Depth Analysis: Third country equivalence in EU banking and financial regulation, August 2019, 2 (zit. *IPOL Analysis 2019*).

¹¹² Vgl. z. B. Art. 47 Abs. 1 UAbs. 1 lit. c MiFIR (rev. 2019).

¹¹³ Vgl. dazu oben, IV.2.

¹¹⁴ Armour (Fn. 9), 62 f.; Lehmann/Zetzsche 2018 A (Fn. 4), N 21; Wymeersch (Fn. 9), 211, 224 ff.

¹¹⁵ Commission COM(2019) 349 (Fn. 9), 4: «Die Gleichwertigkeit wird zwar anhand der im EU-Recht verankerten Kriterien bewertet, doch muss die Kommission auch berücksichtigen, ob die Gleichwertigkeitsbeschlüsse mit den politischen Prioritäten der EU in Bereichen wie internationalen Sanktionen, der Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung, dem verantwortungsvollen Handeln im Steuerbereich auf globaler Ebene oder anderen relevanten aussenpolitischen Prioritäten vereinbar sind, und dadurch für ein kohärentes Handeln der EU auf der Weltbühne sorgen.»

¹¹⁶ Entschliessung des Europäischen Parlaments vom 11. September 2018 zu den Beziehungen zwischen der EU und Drittländern bezüglich der Regulierung und Beaufsichtigung von Finanzdienstleistungen (2017/2253(INI)), ABl. C 433 vom 23. Dezember 2019, 19 ff., Ziff. 14 (zit. *Entschliessung des Parlaments 2018*).

Politische Einflüsse spielten bei vielen historischen Äquivalenzverfahren eine Rolle. Aus Schweizer Sicht kann als prominentes Beispiel die Kommissionspolitik zur Handelsplatzäquivalenz gemäss Art. 23 Abs. 1 MiFIR i. V. m. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II erwähnt werden.¹¹⁷ Die Kommission kam in einem Beschluss vom Dezember 2017 zum Schluss, dass der Schweizer Rechts- und Aufsichtsrahmen den einschlägigen Äquivalenzkriterien genüge, gewährte die Äquivalenzanerkennung aber vorerst nur befristet bis am 31. Dezember 2018.¹¹⁸ Der Äquivalenzbeschluss wurde im Dezember 2018 erneuert bis am 30. Juni 2019 verlängert.¹¹⁹ Die Äquivalenzfeststellung wurde mit der politischen Erwartungshaltung verknüpft, dass Fortschritte beim geplanten institutionellen Rahmenabkommen erzielt werden.¹²⁰ Als diese Fortschritte nach der Einschätzung der Kommission in der Folge ausblieben, wurde der Äquivalenzbeschluss nicht verlängert, sodass er am 30. Juni 2019 auslief und die ursprünglich festgestellte Äquivalenz dahinfiel.¹²¹ Die Tatsache, dass in diesem Verfahren sekundärrechtlich vorgegebene Kriterien mit politischen Erwägungen vermischt wurden, hat auch das europäische Parlament erkannt. Entsprechend wurde kritisch bemerkt, dass das Verfahren «eindeutig eine politische Dimension» aufgewiesen habe.¹²² In der Lehre wurde die Verknüpfung rechtlicher und politischer Motive ebenfalls kritisch gewürdigt. In diesem Zusammenhang wurde z. T. auch angezweifelt, ob das einschlägige Sekundärrecht Raum für eine derartige Politisierung von Äquivalenzver-

fahren lasse.¹²³ Jedenfalls entstand der Eindruck, dass das Äquivalenzverfahren zur Schweizer Handelsplatzregulierung als politisches Druckmittel verwendet wurde, um den Dialog um kontroverse Fragen im Zusammenhang mit der Personenfreizügigkeit zu beeinflussen.¹²⁴ Darüber hinaus sind auch möglichen politischen Wechselwirkungen zum *Brexit* Rechnung zu tragen. So erscheint die Annahme plausibel, dass die Kommissionspolitik zur Schweizer Handelsplatzregulierung auch als politisches Signal im Hinblick auf bevorstehende Auseinandersetzungen mit der Regierung in London gedacht war.¹²⁵

Inwiefern die beschriebene Kommissionspolitik primär- und sekundärrechtlich legitimiert ist, kann im vorliegenden Zusammenhang nicht abschliessend erörtert werden. Die dargelegten Zusammenhänge veranschaulichen jedenfalls auf eindrückliche Weise, dass Äquivalenzverfahren eine politische Komponente aufweisen und die sekundärrechtlichen Rahmenbedingungen von Äquivalenzprüfungen mitunter gar in den Hintergrund treten können. Ausserdem zeigte das Äquivalenzverfahren um die Schweizer Handelsplatzregulierung auf, dass die europäische Marktzugangspolitik im Finanzmarktrecht – auch jenseits des sekundärrechtlichen Rahmens – mit anderen Aspekten der bilateralen Beziehungen wie insb. dem Rahmenabkommen verknüpft ist.

V. Perspektiven und Optionen – eine Skizze

1. Ausgangslage

Die etablierten Marktzugangsstrategien haben trotz «erreichter Meilensteine» nicht zum gewünschten Ergebnis geführt.¹²⁶ Wie dargelegt wurde, liegen die Ursachen hierfür primär in der politischen Dynamik des europäischen Marktzugangsrechts. Ausserdem wurde auch aufgezeigt, welche Schwächen und Limitierungen die einzelnen Marktzugangsstrategien in diesem Kontext aufweisen. Daher drängt sich die Frage auf, welche rechtspolitischen Perspektiven bestehen, und

¹¹⁷ Vgl. hierzu Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 (Fn. 67) und Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 (Fn. 67); vgl. zur Thematik auch oben, III.3.3.

¹¹⁸ Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 (Fn. 67), ErwG 30.

¹¹⁹ Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 (Fn. 67), ErwG 32 f.

¹²⁰ Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 (Fn. 67), ErwG 30: «Dieser Beschluss trägt auch den Schlussfolgerungen des Rates vom 28. Februar 2017 Rechnung, wonach eine Voraussetzung für die weitere Entwicklung des sektorbezogenen Ansatzes mit der Schweiz nach wie vor die Schaffung eines gemeinsamen institutionellen Rahmens für bestehende und künftige Abkommen über die Beteiligung der Schweiz am Binnenmarkt der EU ist. Um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen, sollte dieser Beschluss am 31. Dezember 2018 auslaufen, es sei denn, er wird von der Kommission vor diesem Termin verlängert. Bei der Entscheidung über eine etwaige Verlängerung dieses Beschlusses sollte die Kommission insbesondere den Fortschritten Rechnung tragen, die mit Blick auf die Unterzeichnung eines Abkommens zur Schaffung eines solchen gemeinsamen institutionellen Rahmens erzielt wurden.»

¹²¹ *Ceysens/Tarde* (Fn. 9), 807. Trotz der aufsichtsrechtlich schwierigen Lage gelang es indessen, mit gezielter Verordnungsgesetzgebung angemessen auf die Umstände zu reagieren. Verordnung über die Anerkennung ausländischer Handelsplätze für den Handel mit Beteiligungspapieren von Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz vom 30. November 2018, SR. 958.2; vgl. Erläuterungen zur Verordnung über die Anerkennung ausländischer Handelsplätze für den Handel mit Beteiligungspapieren von Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz vom 30. November 2018, 4 ff.

¹²² Entschliessung des Parlaments 2018 (Fn. 116), Ziff. 15.

¹²³ *Kern Alexander*, The UK's Third Country Status Following Brexit: Post-Brexit Models, Third Country Equivalence and Switzerland, in: Kern/Barnard/Ferran/Lang/Moloney (Hrsg.), *Brexit and Financial Services. Law and Policy*, Oxford/Portland 2018, 115 ff., 139; *Wymeersch* (Fn. 9), 226; vgl. auch *Imm* (Fn. 9), 125, der im Kontext der Politisierung von Verfahren auf den Tatbestand des Ermessensmissbrauchs gemäss Art. 263 Abs. 2 AEUV hinweist.

¹²⁴ *Lehmann/Zetzsche* 2018 A (Fn. 4), N 21.

¹²⁵ *Niamh Moloney*, Brexit and financial services: (yet) another re-ordering of institutional governance for the EU financial system?, *CML Rev.* 55(2018), 175 ff., 177, 180.

¹²⁶ In diese Richtung auch Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18.

wie die Marktzugangsstrategien in diesem Kontext weiterentwickelt werden könnten.¹²⁷ Nachfolgend sollen daher die Perspektiven für die Schweizer Marktzugangspolitik beleuchtet und Ansätze für eine mögliche Weiterentwicklung der Marktzugangsstrategien skizziert werden. Zu berücksichtigen sind dabei sowohl Aspekte der Rechtsetzung als auch andere Strategien. Diese Aspekte können im hier definierten Rahmen nur skizzenhaft umrissen werden.

2. Brexit – Fluch oder Segen?

Der *Brexit* hat die europäische Marktzugangspolitik stark beeinflusst und für eine restriktivere Regulierungs- und Aufsichtskultur gesorgt.¹²⁸ Das Vereinigte Königreich war während seiner EU-Mitgliedschaft eine Verfechterin einer liberalen Drittstaatenpolitik. Mit dem Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU verliert die Koalition des *market making* ihre wichtigste liberale Kraft, was sich bereits unmittelbar in restriktiven Reformprojekten bemerkbar gemacht hat. Für Drittstaaten wie die Schweiz ist der *Brexit* insoweit ungünstig. Die liberalen Positionen des Vereinigten Königreichs in der finanzmarktrechtlichen Drittstaatenpolitik kamen in der Vergangenheit jeweils auch der Schweiz zugute. Der kontinuierliche Übergang zu mehr Marktkontrolle im Sinne des frankophilen *market shaping* ist daher tendenziell nachteilig und dürfte sich auch auf die laufenden und bevorstehenden Äquivalenzverfahren auswirken. Zudem besteht die Gefahr, dass gezielte Verschärfungen bestehender Marktzugangsmechanismen, die der Drittstaatsituation des Vereinigten Königreichs und dessen Finanzintermediären Rechnung tragen sollen, indirekt auch die Rechtsstellung der Schweiz verschlechtern.

Obschon die Dynamik um den *Brexit* für die Rechtsstellung der Schweiz grundsätzlich nachteilig ist, eröffnen sich damit auch neue Möglichkeiten zur Gestaltung der Schweizer Finanzmarktpolitik. Da das Vereinigte Königreich nicht mehr Mitglied der EU ist, muss sich dessen Aussenhandelspolitik inskünftig nicht mehr nach den zentralisierten Vorgaben der EU richten. Das eröffnet die Möglichkeit, mit anderen Drittstaaten bilaterale Marktzugangsabkommen auf der Basis gegenseitiger Anerkennung (*mutual recognition*) abzuschliessen, die nicht mehr mit der europäischen Marktzugangsordnung konform sein müssen. Daher

können derartige bilaterale Regelungen umfangsmässig auch über das hinausgehen, was im Rahmen der sekundärrechtlichen Marktzugangsmechanismen realisierbar wäre. Diese Option ist auch für die Schweiz mit Vorteilen verbunden.¹²⁹ Entsprechend wurden bereits konkrete Bestrebungen unternommen, um eine staatsvertragliche Basis für einen gegenseitigen Marktzugang zu verhandeln. Ausgangspunkt hierfür bildete ein am 30. Juni 2020 durch die Schweiz und das Vereinigte Königreich unterzeichnete «Joint Statement».¹³⁰

3. Alternative Rechtsetzungsstrategien

3.1 Abkehr von der Äquivalenz?

Im Zentrum der Marktzugangsstrategien steht die Äquivalenzstrategie. Wie ausgeführt wurde, war diese Strategie indessen nur teilweise erfolgreich. Unbefriedigend erscheint insb. das Missverhältnis zwischen den unternommenen Konvergenzbemühungen und dem tatsächlich erreichten Marktzugang.¹³¹ Daher stellt sich die Frage, ob sich bei der Marktzugangspolitik eine Abkehr von der Äquivalenzstrategie aufdrängt. Der grundsätzliche Vorteil einer solchen Strategie wäre *prima vista* der Gewinn an Regulierungssouveränität und der damit verbundene Gestaltungsspielraum. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die aktuell praktizierte Äquivalenzstrategie ohnehin nicht absolut gilt.¹³² Eine Äquivalenzstrategie wird – wie gezeigt wurde – nur in Regelungsbereichen verfolgt, «in denen die Wahrung oder Eröffnung des Marktzutritts für die Schweiz erstrebenswert ist».¹³³ Ausserdem werden – aus Sicht des Gesetzgebers ungeschädliche – Abweichungen zum europäischen Standard mitunter auch in Kauf genommen, wenn die besonderen Umstände in der Schweiz dies aus konzeptionellen oder kulturellen Gründen rechtfertigen. Insgesamt kommt die Art und Weise, wie die Äquivalenzstrategie in der Schweiz umgesetzt wird, somit einer Kompromisslösung gleich. Die Weiterführung dieser Strategie lohnt sich auch in Zukunft. Dabei empfiehlt sich aber eine sorgfältige Abwägung zwischen den konkreten Marktzugangsinteressen und dem Bedürfnis nach differenzierter und auf die schweizerischen Verhältnisse

¹²⁷ Der Umstand, dass die traditionellen Marktzugangsstrategien weiterentwickelt werden müssen, wurde auch von offizieller Seite anerkannt (vgl. Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ [Fn. 1], 7 f, 9 ff.).

¹²⁸ Vgl. dazu eingehend oben, VI.2.

¹²⁹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 18 (bei Fn. 8): «Mit dem *Brexit* ist aus Sicht der Schweizer Bankenbranche auch die Opportunität verbunden, die bilateralen Beziehungen zu vertiefen und das bestehende Marktzugangsregime zu optimieren.»

¹³⁰ Joint Statement between the Federal Department of Finance and Her Majesty's Treasury on deepening cooperation in financial services vom 30. Juni 2020. Die Wirtschaftsverbände TheCityUK und Economiesuisse hatten zuvor im April 2020 bereits konkrete Vorschläge zur Ausgestaltung einer Vereinbarung gemacht.

¹³¹ Vgl. dazu oben, III.6.

¹³² Vgl. dazu oben, III.3.1.

¹³³ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ (Fn. 1), 17.

zugeschnittener Regulierung. Das europäische System ermöglicht diese Flexibilität, da bei der Äquivalenzbeurteilung explizit eine ergebnisorientierte Prüfung zur Anwendung gebracht wird, die den konzeptionellen und kulturellen Bedürfnissen der geprüften Drittstaaten Rechnung trägt. Eine vollständige Abkehr vom Äquivalenzprinzip hätte den Nachteil, dass der Schweizer Finanzplatz im europäischen Kontext einen verpönten *offshore*-Status erhielte und dadurch Möglichkeiten für regulatorische Arbitrage entstünden.¹³⁴ Zu berücksichtigen ist allerdings der Umstand, dass die sowohl aus europäischer wie auch aus Schweizer Sicht unverbrüchlichen internationalen Standards ohnehin für eine gewisse Harmonisierung beider Systeme sorgen würden.¹³⁵ Insoweit wäre der Sinn einer fundamentalen Abweichung vom europäischen Standard ohnehin zu bezweifeln. Insgesamt ist eine Abkehr von der Äquivalenzstrategie – ob schon theoretisch denkbar – als Regulierungsstrategie weder zielführend noch notwendig. Diskutabel und realisierbar sind indessen differenzierte Rechtsetzungsstrategien.¹³⁶

3.2 Unmittelbare Einhaltung des europäischen Rechts

Selbst wenn die Äquivalenzstrategie auch in Zukunft anerkannt sein dürfte, liesse sich die Rechtsangleichung allenfalls differenzierter gestalten. Ein prüfenswerter Ansatz zur differenzierten Ausgestaltung der europakompatiblen Regulierung könnte darin bestehen, Schweizer Finanzintermediären die ersatzweise Anwendung europäischer Normen zu gestatten. Mit der unmittelbaren Einhaltung des europäischen Rechts wäre dann implizit auch das damit korrespondierende Schweizer Aufsichtsrecht eingehalten.¹³⁷ Alternativ könnte eine Regelung auch dahingehen, Schweizer Finanzintermediären ein Wahlrecht einzuräumen, ob sie entweder das europäische Recht oder das Schweizer Korrelat hierzu einhalten wollen. Eine ähnliche Konzeption ist im Schweizer Aufsichtsrecht z. T.

bereits in Ansätzen verwirklicht worden. So sieht etwa Art. 95 FinfraG vor, dass Gegenparteien von OTC-Derivategeschäften die Pflichten gemäss Art. 93 ff. FinfraG auch nach einem ausländischen Recht erfüllen können.¹³⁸ Das Schweizer Recht gilt gegebenenfalls als miterfüllt. Beide Modelle würden letztlich voraussetzen, dass das europäische Recht als mit dem Schweizer Recht gleichwertig anerkannt wird. Die Schweiz müsste im Prinzip ein Äquivalenzverfahren mit Blick auf das europäische Recht durchführen.¹³⁹ Eine besondere Herausforderung bestünde aus Schweizer Sicht darin, dass das europäische Recht in der Schweiz durch das Schweizer Aufsichtssystem angewendet und durchgesetzt werden müsste. Darin wäre u. U. eine technische Herausforderung zu sehen.

Die beschriebenen Modelle hätten den Vorteil, dass Schweizer Finanzintermediäre nicht mehrere verschiedene Aufsichtsbestimmungen gleichzeitig beachten müssten.¹⁴⁰ Zu einer solchen Überlagerung von Normsystemen kann es insb. dort kommen, wo das europäische Finanzmarktrecht kein echtes Äquivalenzsystem verfolgt, sondern die unmittelbare Einhaltung des europäischen Aufsichtsrechts vorschreibt.¹⁴¹ In einer solchen Situation müssen Drittstaatenintermediäre theoretisch sowohl ihr Drittstaatenrecht als auch das europäische Recht einhalten. Auch in Bereichen, in denen der europäische Markt Zugang auf dem Äquivalenzprinzip basiert und die international tätigen Schweizer Finanzintermediäre im Prinzip nicht beide Aufsichtsrechte parallel einhalten müssen, hätte der beschriebene Mechanismus Vorteile. So implementieren z. B. gewisse Finanzintermediäre systematisch parallel zum Schweizer Aufsichtsrecht auch europäische Normen, weil dies aus operativen, logistischen und organisatorischen Gründen angezeigt ist.

4. Operative Dispositionen

4.1 Funktion

Als Alternative zu den beschriebenen Rechtsetzungsstrategien kommen zur Verbesserung des europäischen Markt Zugangs auch individuelle ope-

¹³⁴ Vgl. hierzu auch IOSCO Report 2019 (Fn. 13), 7.

¹³⁵ Vgl. zur Bedeutung der internationalen Standards im Schweizer Finanzmarktrecht *Beat Brändli*, § 2 N 29 ff., in: Sester/Brändli/Bartholet/Schildknecht (Hrsg.) St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht. Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, St. Gallen/Zürich 2018. Die internationalen Standards stellen auch im europäischen Rechtsetzungskontext eine wichtige Rolle dar (vgl. z. B. Commission COM[2019] 349 [Fn. 9], 1, 3, 9). Eine Parallelität des europäischen Rechts mit internationalen Standards war u. a. im Bereich der Finanzmarktinfrastrukturen zu verzeichnen, wo sowohl die Schweiz als auch die EU vorwiegend Vorgaben der G 20 umsetzten.

¹³⁶ Vgl. dazu gleich nachfolgend, V.3.2.

¹³⁷ In diese Richtung auch *Peter Sester*, § 3 N 32, in: Sester/Brändli/Bartholet/Schildknecht (Hrsg.) St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht. Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, St. Gallen/Zürich 2018 (im Kontext von MiFID II und MiFIR).

¹³⁸ Hierfür wird vorausgesetzt, dass das ausländische Recht von der FINMA als gleichwertig anerkannt worden ist (Art. 95 lit. a FinfraG). Ausserdem muss die zur Erfüllung des Geschäfts beanspruchte ausländische Finanzmarktinfrastruktur (z. B. eine ausländische zentrale Gegenpartei) von der FINMA anerkannt worden sein (Art. 95 lit. b FinfraG).

¹³⁹ Vgl. hierzu auch Art. 95 lit. a FinfraG oder Art. 120 Abs. 2 lit. b KAG, wo Ansätze solcher Äquivalenzmechanismen bereits verwirklicht sind.

¹⁴⁰ Vgl. zu dieser Problematik allgemein *Bartholet* (Fn. 74), § 5 N 68; vgl. spezifisch zur AIFM-RL *Jutzi/Wess* 2018 (Fn. 34), 500 f.

¹⁴¹ Vgl. z. B. Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL und Art. 25 Abs. 2b lit. a EMIR 2.2; vgl. zum Kontext der AIFM-RL *Jutzi/Wess* 2018 (Fn. 34), 500.

rative Dispositionen der Schweizer Finanzintermediäre in Betracht. Hierbei geht es um organisatorische oder logistische Vorkehrungen, die der besonderen Struktur der europäischen Marktzugangsordnung Rechnung tragen. Derartige Dispositionen haben den Vorteil, dass die Schweizer Finanzintermediäre weitgehend unabhängig von der Kommissionspolitik im Rahmen des Äquivalenzmechanismus agieren können. Entsprechend müssen auch keine formellen Marktzugangsmechanismen in Anspruch genommen werden. Darüber hinaus besteht grundsätzlich auch keine Abhängigkeit von regulatorischen Initiativen des Schweizer Gesetzgebers.

4.2 Lokale Strukturen

Denkbar ist zunächst, dass Schweizer Finanzintermediäre ihren Sitz in den europäischen Raum verschieben und gestützt auf eine oder mehrere sektorale Zulassungen im europäischen Finanzbinnenmarkt operieren. Alternativ käme die Gründung einer selbstständigen europäischen Tochtergesellschaft infrage, die über eine lokale Zulassung im Finanzbinnenmarkt operieren würde. Der Vorteil von solchen lokalen Lösungen wäre der Umstand, dass die sektoralen Zulassungen die originäre Inanspruchnahme des europäischen Passes unter den jeweiligen Sekundärrechtserlassen eröffnen würde.¹⁴² Entsprechend wäre eine europaweite Tätigkeit ohne zusätzliche lokale Zulassungen in den jeweiligen Aufnahmemitgliedstaaten zulässig. Die fragmentierten Marktzugangssysteme für Drittstaaten und die damit verbundenen Rechtsunsicherheiten könnten auf diese Weise umgangen werden.

Die erwähnten Lösungen hätten indessen auch diverse Nachteile. Sitzverlegungen sind aus volkswirtschaftlicher und fiskalischer Sicht unerwünscht, weil dadurch erhebliche Ressourcen, Arbeitsplätze und Steuersubstrat in den europäischen Raum verschoben werden müssten. Dabei muss in Rechnung gestellt werden, dass Sitzverlegungen in den europäischen Raum aus europäischer

Sicht – umgekehrt – erwünscht sind. Das zeigte sich eindrücklich anhand des mit dem *Brexit* eingeläuteten Standortwettbewerbs unter den Mitgliedstaaten, der auf die Ansiedlung von Finanzintermediären aus London ausgerichtet war.¹⁴³ Insoweit besteht auch eine Wechselwirkung zwischen Standortwettbewerb und Gestaltung der finanzmarktrechtlichen Marktzugangsordnung. Je unattraktiver die sekundärrechtlichen Marktzugangsmechanismen sind, desto höher ist der Anreiz eines Schweizer Finanzintermediärs, seinen Sitz in den europäischen Raum zu verlegen. Die Mitgliedstaaten haben insofern einen Anreiz, eine restriktive Marktzugangspolitik zu betreiben.

Die Variante der voll funktionsfähigen europäischen Tochtergesellschaft ist kostenintensiv und daher tendenziell ineffizient, da Schweizer Finanzintermediäre für die lokale Einheit zusätzliches Kapital und (personelle) Ressourcen aufbringen müssen.¹⁴⁴ Diese Modalitäten stellen im Unterschied zu einer Passport-Option eine erhebliche operative Erschwernis dar. Aus Drittstaatsensicht wäre es wesentlich effizienter, rein grenzüberschreitend operieren zu können, sodass keine lokalen Gesellschaften gegründet, zugelassen und mit regulatorischem Kapital ausgestattet werden müssen. Die Gründung von Zweigniederlassungen ist weniger kapital- und ressourcenintensiv, doch ist damit – anders als bei einer zugelassenen Tochtergesellschaft – grundsätzlich bloss ein lokaler bzw. mitgliedstaatlicher Tätigkeitsradius verbunden.¹⁴⁵ Vorzugswürdig ist insoweit aus Drittstaatsensicht die Inanspruchnahme zentralisierter Marktzugangsmechanismen.

4.3 Auslagerung (*Outsourcing*) als faktischer Marktzugang?

Auslagerung (*Outsourcing*) – je nach Terminologie auch Delegation oder Übertragung von Aufgaben – bezeichnet im regulatorischen Kontext ein Phänomen, bei dem regulierte Finanzintermediäre aufsichtsrechtlich relevante Tätigkeiten oder Funktionen im Rahmen eines Rechtsverhältnisses durch ein anderes Unternehmen ausüben lassen.¹⁴⁶ Die sekundärrechtlichen Tatbestände enthalten hierzu keine einheitlichen Begriffsumschreibungen.¹⁴⁷ Das Aufsichtsrecht gestattet derartige Formen der Arbeitsteilung grundsätzlich, stellt an den jeweiligen sektoralen Regelungsbereich indessen beson-

¹⁴² Der zentrale aufsichtsrechtliche Mechanismus zur Gewährleistung dieser Finanzmarktintegration ist das sog. *Passport-System*, das auf zwei wichtigen Binnenmarktprinzipien basiert – der Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung. Die Kombination von Mindestharmonisierung und gegenseitiger Anerkennung ermöglicht es Finanzdienstleistern, die in einem bestimmten EU-Mitgliedstaat zugelassen worden sind, ohne ein zusätzliches Zulassungsverfahren auch in anderen EU-Mitgliedstaaten tätig zu werden (vgl. hierzu *Ruppel*, Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union, Diss. Giessen 2013, JusIntEu Bd. 100, Tübingen 2015, 31). Eine *innerhalb* des EU- oder EWR-Raums gegründete Gesellschaft bzw. Tochtergesellschaft genießt die eurointernen Freizügigkeiten (inkl. europäischer Pass) indessen *ex origine* und kann daher auch das euro-interne Passport-System in Anspruch nehmen (*Lehmann/Zetzsche* 2018 A [Fn. 4], N 43).

¹⁴³ Vgl. dazu oben, IV.2.

¹⁴⁴ *Imm* (Fn. 9), 81 f.

¹⁴⁵ *Imm* (Fn. 9), 82 f.

¹⁴⁶ *Howell* (Fn. 82), 626 ff.

¹⁴⁷ Vgl. z. B. Art. 20 AIFM-RL (Übertragung von Funktionen [englisch: *delegation*]) und Art. 35 EMIR (Auslagerung [englisch: *outsourcing*]).

dere Anforderungen. Die konkreten Rahmenbedingungen unterscheiden sich je nach Regelungsbereich. Eine zentrale aufsichtsrechtliche Herausforderung bei der Auslagerung ist die Vermeidung von Missbrauchs- und Umgehungs-konstellationen. So soll insb. verhindert werden, dass der Zulassungsstatus des auslagernden Finanzintermediärs ausgehöhlt wird, indem alle wichtigen Aufgaben und Funktionen faktisch durch ein anderes Unternehmen ausgeübt werden. Der zugelassene Finanzintermediär wäre diesfalls nämlich nur noch eine Briefkastengesellschaft (*letter-box company*).¹⁴⁸ Entsprechend enthalten die sekundärrechtlichen Grundlagen vielfach Umgehungsverbote.¹⁴⁹

Auslagerungen sind auch im Drittstaatenkontext üblich.¹⁵⁰ Das Sekundärrecht gestattet zugelassenen Finanzintermediären, aufsichtsrechtlich relevante Aufgaben und Funktionen in einem Drittstaat ausüben zu lassen, macht dies mitunter aber von besonderen Voraussetzungen abhängig.¹⁵¹ Lagert ein nach der sekundärrechtlichen Ordnung zugelassener Finanzintermediär substantielle Funktionen an ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat aus, besteht aus aufsichtsrechtlicher Sicht die Sorge, dass die aufsichtsrechtlich relevanten Tätigkeiten faktisch in einem Drittstaat wahrgenommen werden. Dadurch würde letztlich das im Drittstaat ansässige Unternehmen zum materiellen Finanzintermediär und könnte auf diese Weise *faktisch* im Finanzbinnenmarkt Tätigkeiten aufnehmen, ohne die Rahmenbedingungen der europäischen Marktzugangsordnung beachten zu müssen. Da der zugelassene Finanzintermediär über formelle Passport-Privilegien verfügt, ergibt sich aus dem Auslagerungsverhältnis eine faktische Marktzugangsoption für den materiellen Finanzintermediär. Dieses evidente Missbrauchspotenzial kam besonders im Kontext des *Brexit* zum Vorschein. Da die Auslagerung als Marktzugangsform an Bedeutung gewann, befürchteten die ESA und insb. die ESMA, Finanzintermediäre aus dem Vereinigten Königreich könnten nun innerhalb des Finanzbinnenmarkts vermehrt *letter-box companies* gründen, anschliessend alle substantiellen Aktivitäten an ein Drittstaatenunternehmen delegie-

ren und von dort aus operieren.¹⁵² Diese Bedenken wurden in der Aufsichtspraxis entsprechend adressiert (u. a. im Zusammenhang mit MiFID II und MiFIR sowie im Kontext der AIFM-RL und der OGAW-RL).¹⁵³ Ausserdem wurde auf legislative Verschärfungen beim Drittstaatenregime von MiFID II/MiFIR hingewirkt, die in dieser Form indessen nicht umgesetzt wurden.¹⁵⁴

Nach dem Gesagten würde sich die Auslagerung aus Schweizer Sicht anbieten, um lokale Organisationsmodelle zu ergänzen.¹⁵⁵ Die Sitzverlegung in den europäischen Raum bzw. die Gründung selbstständiger Tochtergesellschaften führt zwar zur Verlagerung personeller und finanzieller Ressourcen. Würden zentrale Aktivitäten indessen delegationshalber in der Schweiz ausgeübt, könnten die logistischen Nachteile eines lokalen Organisationsmodells teilweise ausgeglichen werden. Das dargelegte Umgehungspotenzial der Drittstaatenbezogenen Auslagerung setzt der faktischen Marktzugangsfunktion indessen Grenzen. Hinzu kommt, dass die Auslagerungsthematik im Kontext des *Brexit* an politischer Brisanz gewonnen hat. Als stabiles Marktzugangsmodell kann die Auslagerung aus Schweizer Sicht somit nicht dienen.

4.4 Reverse Solicitation – eine Hintertür zum Finanzbinnenmarkt?

Aus der primärrechtlich gewährleisteten Dienstleistungsfreiheit fliesst sowohl das Recht, Dienstleistungen im Binnenmarkt aktiv zu erbringen, als

¹⁵² Howell (Fn. 82), 619, 626; vgl. auch ESMA Opinion. General principles to support supervisory convergence in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union (ESMA42–110–433), 31 May 2017, Rz. 6.

¹⁵³ ESMA-Stellungnahme MiFID II/MiFIR third country regime, placing of trading screens in the EU and lack of temporary suspension regime for the trading obligation for derivatives (ESMA70–156–236), 20. November 2017, Rz. 13; vgl. im Zusammenhang mit dem Investmentrecht die ESMA-Stellungnahme Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive (ESMA34–32–550), 18. August 2020, 5 f. (zit. *ESMA-Stellungnahme 2020*): «In many cases, AIFMs and UCITS management companies delegate to a large extent the collective portfolio management functions listed in Annex I of the AIFMD and Annex II of the UCITS Directive to third parties and only perform some control functions internally (notably risk management functions). In particular, portfolio management functions are often largely or even entirely delegated to third parties within or outside of the group of the AIFM or UCITS management company. Moreover, in light of the withdrawal of the UK from the EU, delegation of portfolio management functions to non-EU entities is likely going to further increase. (...) Against this background, further legal clarifications on the maximum extent of delegation would be helpful to ensure supervisory convergence and ensure authorised AIFMs and UCITS management companies maintain sufficient substance in the EU.»

¹⁵⁴ ESMA-Stellungnahme MiFID II/MiFIR third country regimes, provision of investment services and activities at the exclusive initiative of the client and outsourcing of functions to third country entities (ESMA35–36–1442), 26. September 2018, 5 (zit. *ESMA-Stellungnahme 2018*); Jutzi/Schären (Fn. 2), 422.

¹⁵⁵ Vgl. dazu oben, 4.2.

¹⁴⁸ Matthias Lehmann/Dirk A. Zetzsche, How does it feel to be a third country? The consequences of Brexit for Financial Market Law, in: Fitzgerald/Lein (Hrsg.), Complexity's Embrace. The International Law Implications of Brexit, Waterloo 2018, 105 ff., 121 (zit. *Lehmann/Zetzsche 2018 B*).

¹⁴⁹ Vgl. z. B. Art. 20 Abs. 3 AIFM-RL. Danach «darf der AIFM seine Funktionen nicht in einem Umfang übertragen, der darauf hinausläuft, dass er nicht länger als Verwalter des AIF angesehen werden kann und er zu einem blossen Briefkastenernehmen wird».

¹⁵⁰ Howell (Fn. 82), 626 ff.; Lehmann/Zetzsche 2018 B (Fn. 148), 121 f.; Wymeersch (Fn. 9), 250 f.

¹⁵¹ Vgl. z. B. Art. 35 Abs. 1 UAbs. 1 lit. j EMIR; Art. 20 Abs. 1 UAbs. 1 lit. d AIFM-RL.

auch – umgekehrt – passiv entgegenzunehmen.¹⁵⁶ Die passive Dienstleistungsfreiheit gilt auch im Verhältnis zu Dienstleistungserbringern aus Drittstaaten. Entsprechend vermittelt die passive Dienstleistungsfreiheit einem in einem europäischen Mitgliedstaat ansässigen oder niedergelassenen Dienstleistungsempfänger das Recht, Finanzdienstleistungen auch ausserhalb des EU- bzw. EWR-Raums nachzufragen und entgegenzunehmen. Wendet sich eine im europäischen Raum niedergelassene oder ansässige Person proaktiv an einen Finanzdienstleister mit Sitz in einem Drittstaat, kommt grundsätzlich nicht das europäische Finanzmarktrecht zur Anwendung.¹⁵⁷ Vielmehr unterliegt die vom Dienstleistungsempfänger veranlasste Dienstleistungserbringung den aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen des jeweiligen Drittstaats.¹⁵⁸ Im aufsichtsrechtlichen Kontext wird diese Art von Dienstleistungsnachfrage gelegentlich als *reverse solicitation* bezeichnet.¹⁵⁹ Das Sekundärrecht greift dieses Konzept in unterschiedlichen sekundärrechtlichen Regelungsbereichen auf und konkretisiert dessen Rahmenbedingungen und Schranken.¹⁶⁰ Da die *reverse solicitation* unmittelbar aus dem Primärrecht abgeleitet wird, sind die sekundärrechtlichen Tatbestände bloss als Konkretisierung aufzufassen.¹⁶¹

Obschon die passive Dienstleistungsfreiheit beim Dienstleistungsempfänger anknüpft, ergibt sich daraus indirekt auch eine Marktzugangsoption für den im Drittstaat ansässigen Finanzdienstleister. Da die Rahmenbedingungen des europäischen Finanzmarktrechts nicht zur Anwendung gelangen, kann ein Drittstaatenfinanzintermediär binnenmarktrelevante Tätigkeiten ausüben, ohne hierfür die sekundärrechtliche Marktzugangsordnung und deren Marktzugangsmechanismen beachten zu müssen. Insoweit kann man – wie es im aufsichtsrechtlichen Zusammenhang üblich ist – auch von einer *reverse solicitation exemption* sprechen.¹⁶² Ob die Initiative zur Aufnahme einer Geschäftsbeziehung im Einzelfall tatsächlich vom Dienstleistungsempfänger ausgegangen ist und nicht auf eine aktive Handlung des Dienstleisters zurückzuführen war, kann im Einzelfall umstritten sein. Da aktive Dispositionen von Drittstaatssubjekten

nicht von der faktischen Ausnahmewirkung der passiven Dienstleistungsfreiheit abgedeckt sind, kann sich aus aufsichtsrechtlicher Sicht eine heikle Umgehungsproblematik ergeben.¹⁶³ Die Marktzugangsordnung könnte dadurch unterlaufen werden, dass Finanzdienstleister aus Drittstaaten unter dem Deckmantel der *reverse solicitation* aktiv Geschäfte anbahnen oder andere zulassungspflichtige Geschäfte betreiben.¹⁶⁴ Die sekundärrechtlichen Tatbestände enthalten hierzu mitunter spezifische Schranken.¹⁶⁵ Der *Brexit* hat das der passiven Dienstleistungsfreiheit immanente Missbrauchspotenzial zusätzlich erhöht.¹⁶⁶ Aus aufsichtsrechtlicher Perspektive wurde befürchtet, dass Finanzintermediäre aus dem Vereinigten Königreich aufgrund der verlorenen Passport-Privilegien den europäischen Finanzbinnenmarkt vermehrt unter Berufung auf die passive Dienstleistungsfreiheit bewirtschaften würden und die legalen Grenzen der entsprechenden Tatbestände dadurch strapaziert werden könnten. Entsprechend ging die ESMA dazu über, ihre Aufsichtspraxis im Zusammenhang mit dem Drittstaatenregime von MiFID II/MiFIR restriktiver auszugestalten.¹⁶⁷ Darüber hinaus wurden auf der Ebene der Rechtssetzung verschiedene Verschärfungen der einschlägigen Tatbestände zur *reverse solicitation* diskutiert. Die ESMA setzte sich in diesem Zusammenhang entschieden für weitgehende Einschränkungen des Anwendungsbereichs der *reverse solicitation* beim Drittstaatenregime von MiFID II/MiFIR ein.¹⁶⁸ Obschon die Vorschläge der ESMA nicht unmittelbar in die Reform zum Drittstaatenregime von MiFID II/MiFIR Eingang fanden, wurden immerhin präzisierende Hinweise aufgenommen, die aktive Bemühungen um Kunden explizit vom Tatbestand der

¹⁵⁶ Art. 56 ff. AEUV.

¹⁵⁷ *Lehmann/Zetzsche* 2018 A (Fn. 4), N 11; *Lehmann/Zetzsche* 2018 B (Fn. 148), 124.

¹⁵⁸ *Imm* (Fn. 9), 84.

¹⁵⁹ *Imm* (Fn. 9), 84 f.

¹⁶⁰ Vgl. z. B. Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 MiFIR (rev. 2019), Art. 42 MiFID II (rev. 2019) und AIFM-RL, ErwG 70 sowie Art. 4 Abs. 1 lit. c AIFM-RL *e contrario*.

¹⁶¹ *Imm* (Fn. 9), 84.

¹⁶² *Pierre E. Berger/Olivier Van den Broeke*, Enter Brexit: What is the Impact on the Financial Services Industry?, ICCLR 2017, 209 ff., 211.

¹⁶³ *Ceyssens/Tarde* (Fn. 9), 809; *Jutzi/Schären* (Fn. 2), 412 f.

¹⁶⁴ Vgl. hierzu auch Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 Satz 2 MiFIR (rev. 2019).

¹⁶⁵ Vgl. z. B. Art. 42 MiFID II (rev. 2019) und Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 MiFIR (rev. 2019); ESMA Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (ESMA35–43–349), 28. Mai 2020, Ziff. 13 (zit. *ESMA Q&A 2020*). So umfasst die *reverse solicitation* u. a. nur jene Kategorien von Anlageprodukten oder Wertpapierdienstleistungen, die der Kunde im Rahmen seiner Eigeninitiative aktiv nachgefragt hat. Neue Anlageprodukte oder Wertpapierdienstleistungen sind nicht mitumfasst (vgl. Art. 42 Abs. 2 MiFID II [rev. 2019] sowie Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 Satz 3 MiFIR [rev. 2019]).

¹⁶⁶ *Jutzi/Schären* 2019 (Fn. 2), 412 f.

¹⁶⁷ ESMA Q&A 2020 (Fn. 165), Ziff. 13.

¹⁶⁸ ESMA-Stellungnahme 2018 (Fn. 154), 3 ff. Verschärfungen wurden insb. beim Marktzugangsregime von Art. 39 ff. MiFID II vorgeschlagen, weil dort auch das Retail-Segment adressiert werden kann (ESMA-Stellungnahme 2018 [Fn. 154], 4). Jüngst regte die ESMA auch an, die Rahmenbedingungen zur *reverse solicitation* in der AIFM-RL zu präzisieren (ESMA-Stellungnahme 2020 [Fn. 153], 13: «However, ESMA would like to seize the opportunity of the present letter to underline the importance of clarifying the notion of reverse solicitation mentioned in Recital 70 of the AIFMD, which is currently subject to divergent practices and interpretation at national level, to protect investors»).

reverse solicitation ausschliessen.¹⁶⁹ Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass die Umgehungsproblematik bei der *reverse solicitation* im Zusammenhang mit dem Brexit an zusätzlicher politischer Brisanz gewonnen hat.

Aufgrund der dargestellten Unsicherheiten und des latenten Umgehungs- und Missbrauchspotenzials eignet sich die *reverse solicitation* somit aus Schweizer Sicht nicht als systematisch betriebenes «Geschäftsmodell», um den europäischen Finanzbinnenmarkt ausserhalb formaler Marktzugangsmechanismen des Sekundärrechts zu bewirtschaften. Dies gilt insb. für Regelungsbereiche, in denen sekundärrechtlich vorgezeichnete Marktzugangsoptionen durch die Kommission noch nicht aktiviert worden sind. Die passive Dienstleistungsfreiheit ist insoweit kein Surrogat für einen aufsichtsrechtlich geregelten Marktzugang.

VI. Schlussfolgerungen und Erkenntnisse

Die Marktzugangssituation im europäischen Verhältnis hat sich bislang nicht so entwickelt, wie man es sich aus rechtspolitischer Sicht erhofft hatte. So konnte insb. die für die Marktzugangspolitik zentrale Äquivalenzstrategie nur in Teilbereichen Marktzugangsoptionen eröffnen. In wesentlichen Regelungsbereichen bleibt der europäische Marktzugang nach wie vor verschlossen. Wie gezeigt wurde, liegen die Gründe für diese unbefriedigende Situation primär in konzeptionellen Eigenheiten des sekundärrechtlichen Marktzugangsregimes und in der politischen Interessenlage, die z. T. historisch bedingt ist. Der *Brexit* hat auf rechtspolitischer Ebene dazu geführt, dass der Drittstaatenmarktzugang noch zusätzlich erschwert wurde. Aufgrund der veranschaulichten Spannungsfelder drängt sich

daher die Frage nach einer strategischen Neuordnung auf, bei der die etablierten Marktzugangsstrategien kritisch hinterfragt und allenfalls um neue Ansätze erweitert werden.

Im Rahmen der gemachten Ausführungen ist der Versuch unternommen worden, rechtspolitische Perspektiven aufzuzeigen und mögliche Optionen für künftige Marktzugangsstrategien zu skizzieren. Auch künftige Ansätze werden sich primär an den konzeptionellen Konturen der europäischen Marktzugangsordnung orientieren müssen. Aufgrund der beschriebenen politischen Tendenzen müssen hier indessen weitere Einschränkungen und Rückschritte in Kauf genommen werden. Die politischen Konsequenzen des *Brexit* treffen indirekt auch andere Drittstaaten wie die Schweiz. Immerhin eröffnet der *Brexit* auch die Möglichkeit einer bilateralen Annäherung an das Vereinigte Königreich. Diese bilaterale Beziehung kann ausserhalb der europäischen Marktzugangsordnung gestaltet werden, was zusätzliche Flexibilität bietet. Erste Grundsteine wurden hierzu bereits gelegt.

An der Äquivalenzstrategie sollte trotz der dargestellten Limitierungen festgehalten werden. Prüfwert sind indessen differenzierte Rechtssetzungsstrategien, welche die Rechtsangleichung flexibilisieren. Hier wurde aufgezeigt, dass innovative Rechtssetzungsmodelle vielversprechend sein könnten. Operative Dispositionen individueller Schweizer Finanzintermediäre, die sich ausserhalb der formellen Marktzugangsmechanismen abspielen, sind als «faktische Marktzugangsoptionen» eher nicht aussichtsreich. Dies liegt insb. an der aufsichtsrechtlichen Instabilität dieser operativen Dispositionen. Entsprechend ist im Zusammenhang mit der Auslagerung und der *reverse solicitation* auf die latente Umgehungsproblematik und die erhöhte politische Sensibilität dieser Strategien hingewiesen worden.

¹⁶⁹ Vgl. Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 Satz 2 MiFIR (rev. 2019): «Wenn eine Drittlandfirma – auch über ein Unternehmen, das in ihrem Namen handelt oder enge Verbindungen zu dieser Drittlandfirma hat, oder eine andere im Namen dieses Unternehmens handelnde Person – sich aktiv um Kunden oder potenzielle Kunden in der Union bemüht, darf dies nicht als ein Dienst angesehen werden, der auf eigene ausschliessliche Veranlassung des Kunden erbracht wird» (Hervorhebung hinzugefügt). Art. 42 Abs. 1 UAbs. 2 MiFID II (rev. 2019) enthält eine ähnliche Einschränkung.