

Thomas Jutzi

## **Grenzüberschreitende Vermögensverwaltung**

### **Analyse der Rechtslage in Deutschland, Frankreich und Italien**

---

Die nationalen Rechte von Deutschland, Frankreich und Italien sehen unterschiedliche Anforderungen für die grenzüberschreitende Vermögensverwaltung vor: Während in Deutschland im Rahmen eines Freistellungsverfahrens die Möglichkeit besteht, ohne die Errichtung einer Zweigniederlassung Wertpapierdienstleistungen zu erbringen, ist in Frankreich und Italien die aktive und gewerbsmässige Dienstleistungserbringung von der Schweiz aus nur eingeschränkt möglich. Der Autor analysiert im vorliegenden Beitrag die einzelnen aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für das grenzüberschreitende Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsgeschäft.

---

Beitragsart: Wissenschaftliche Beiträge

Rechtsgebiete: Wirtschafts- und Wirtschaftsverwaltungsrecht,  
Kapitalmarktrecht, Europarecht und Internationales Recht

Zitiervorschlag: Thomas Jutzi, Grenzüberschreitende Vermögensverwaltung, in: Jusletter  
29. November 2021

## Inhaltsübersicht

1. Einführung
2. Rechtslage in der EU
  - 2.1. Entwicklungen in der Drittstaatenordnung der EU
  - 2.2. Anwendungsbereich der MiFID II und MiFIR-Drittstaatenvorschriften
    - 2.2.1. MiFID II
    - 2.2.2. MiFIR
  - 2.3. Normative Ausgestaltung der Drittstaatenvorschriften
    - 2.3.1. Errichtung einer Zweigniederlassung nach MiFID II
      - 2.3.1.1. Völkerrechtliche Aspekte
      - 2.3.1.2. Organisatorische Anforderungen
    - 2.3.2. Zweigniederlassungsloses Tätigwerden nach MiFIR
      - 2.3.2.1. Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission
      - 2.3.2.2. Dienstleistungserbringung ohne Beschluss der Kommission
      - 2.3.2.3. Weitere Voraussetzungen
      - 2.3.2.4. Auswirkungen eines Gleichwertigkeitsbeschlusses auf MiFID II Zweigniederlassungen
      - 2.3.2.5. Widerruf der Registrierung
3. Umsetzung in Deutschland, Frankreich und Italien
  - 3.1. Deutschland
    - 3.1.1. Rechtsgefässe des deutschen Vermögensverwaltungsrechts
    - 3.1.2. KWG
      - 3.1.2.1. Bewilligungspflicht bei grenzüberschreitender Tätigkeit
      - 3.1.2.2. Freistellung von der Bewilligungspflicht
      - 3.1.2.3. Voraussetzungen für die Freistellung
      - 3.1.2.4. Umfang der Freistellung
      - 3.1.2.5. Freistellungsverfahren
      - 3.1.2.6. Verhältnis zwischen KWG-Freistellung und MiFIR-Drittlandregime
    - 3.1.3. WpHG
      - 3.1.3.1. Organisations- und Wohlverhaltensvorschriften
      - 3.1.3.2. Freistellungsfähigkeit
      - 3.1.3.3. Umfang der Freistellung
      - 3.1.3.4. Verhältnis zwischen WpHG-Freistellung und MiFIR-Freistellung
      - 3.1.3.5. Verhältnis zwischen KWG und WpHG-Freistellung
      - 3.1.3.6. Voraussetzungen für Freistellung
    - 3.1.4. Bilaterales Marktzugangsabkommen Schweiz-Deutschland
      - 3.1.4.1. Vereinfachtes Freistellungsverfahren
      - 3.1.4.2. Verhältnis zu KWG- und WpHG-Freistellung
    - 3.1.5. Fazit
  - 3.2. Italien
    - 3.2.1. Rechtsgefässe des italienischen Vermögensverwaltungsrechts
    - 3.2.2. Aufsichtsstruktur in Italien
      - 3.2.2.1. Teilsektorale Finanzmarktaufsicht
      - 3.2.2.2. Tätigkeitsspektrum der CONSOB im Besonderen
    - 3.2.3. Bewilligungspflicht für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen
    - 3.2.4. Regelung grenzüberschreitender Sachverhalte
      - 3.2.4.1. Drittstaatenintermediäre, die keine Banken sind
        - a. Privatkunden
        - b. Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien
      - 3.2.4.2. Drittstaatenbanken
        - a. Privatkunden
        - b. Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien
    - 3.2.5. Dialog mit Italien

- 3.2.6. Status Quo
- 3.3. Frankreich
  - 3.3.1. Rechtsgefässe des französischen Vermögensverwaltungsrechts
  - 3.3.2. Aufsichtsstruktur in Frankreich
  - 3.3.3. Bewilligungspflicht für die Erbringung von Finanzdienstleistungen
    - 3.3.3.1. Banken
    - 3.3.3.2. Wertpapierfirmen
  - 3.3.4. Wertpapierdienstleistungen durch Drittstaatenintermediäre
  - 3.3.5. Lokalitätsbedingte Ausnahmen
  - 3.3.6. Fazit zum Marktzugang in Frankreich
- 4. Gesamtwürdigung

## 1. Einführung

[1] Im vorliegenden Beitrag werden die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für das grenzüberschreitende Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsgeschäft in Deutschland, Frankreich und Italien analysiert.<sup>1</sup> Die Darstellung beschränkt sich auf die geltende Rechtslage im Privatkundensegment sowie auf die aktive und gewerbsmässige Dienstleistungserbringung aus der Schweiz in die besagten EU-Mitgliedstaaten hinein («Outbound-Perspektive»). Ausführungen zu Dienstleistungen gegenüber professionellen Kunden, zur kollektiven Vermögensverwaltung, zum Kreditgeschäft bzw. zur passiven Geschäftstätigkeit erfolgen nur dort, wo dies zu Erklärungs- oder Vergleichszwecken notwendig ist.<sup>2</sup> Ebenso werden Fälle, die eine extensive Interpretation der Gewerbsmässigkeit bedürfen, ausgeklammert (z.B. nur vereinzelt praktizierte Nebengeschäfte).

[2] Der Text ist in vier Teile gegliedert. Da das Vermögensverwaltungsrecht Deutschlands, Frankreichs und Italiens in beträchtlichem Masse durch das europäische Sekundärrecht determiniert ist, erfolgt zunächst ein Abriss der europarechtlichen Anforderungen an grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen im Privatkundensegment. Im Vordergrund steht hierbei eine aus zwei Rechtsakten bestehende Komplementärregulierung (MiFID II<sup>3</sup> und MiFIR<sup>4</sup>), welche den europäischen Rechtsrahmen für Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten durch Drittlandfirmen bildet.<sup>5</sup> In einem zweiten Schritt wird die Umsetzung dieser Sekundärrechtsakte in die na-

---

<sup>1</sup> Der vorliegende Beitrag stützt sich auf einen durch das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) erteilten Gutachtenauftrag vom 22. Februar 2022, welcher folgende Dienstleistung beinhaltet: «Erstellung einer unabhängigen Analyse der finanzmarkt- und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland, Frankreich und Italien für das aktive grenzüberschreitende Vermögensverwaltungsgeschäft, insbesondere für Privatkunden, unter Berücksichtigung des EU-Rechts, insbesondere der MiFID II (vgl. Artikel 39). Die Analyse ist in einem Bericht abzufassen. Der Fokus soll dabei auf Wertpapierdienstleistungen im Sinne von MiFID II und die Auswirkungen auf das aktiv erbrachte, grenzüberschreitende Privatkundengeschäft von Banken liegen».

<sup>2</sup> Die passive Geschäftstätigkeit bezieht sich auf die Fallkonstellation, in der EU-Kunden ausschliesslich in *Eigeninitiative* die Erbringung einer Wertpapierdienstleistung oder die Ausübung einer Anlagetätigkeit durch eine Drittlandfirma veranlassen, vgl. dazu Art. 42 MiFID II; Art. 46 Abs. 5 MiFIR. Bemüht sich eine Drittlandfirma aktiv um Kunden oder potenzielle Kunden in der Union oder bewirbt sie in der EU Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten in Kombination mit Nebendienstleistungen, gilt dies nicht als Dienstleistung, die auf eigene Initiative des Kunden erbracht wird, vgl. E. 43 MiFIR. Vgl. dazu SIMON SCHÄREN/THOMAS JUTZI, Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs, recht 2020, S. 249 f.

<sup>3</sup> Markets in Financial Instruments Directive, RL 2014/65/EU, ABl. L 173/349 vom 12. Juni 2014.

<sup>4</sup> Markets in Financial Instruments Regulation, VO (EU) Nr. 600/2014, ABl. L 173/84 vom 12. Juni 2014.

<sup>5</sup> Die MiFID II und die MiFIR bilden einen kombinierten Rechtsrahmen für die Anforderungen an Wertpapierfirmen, Drittlandfirmen, geregelte Märkte und Datenbereitstellungsdienste, die Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten in der EU erbringen bzw. ausüben. Dabei wurden diejenigen Teilbereiche, die zur Vermeidung von Aufsichtsarbitrage und der Schaffung von Rechtssicherheit direkt anwendbar vereinheitlicht werden sollten,

tionalstaatlichen Finanzmarktrechtsordnungen Deutschlands, Italiens und Frankreichs mit Blick auf den gewährten Marktzugang für Drittstaaten beleuchtet. Zuletzt werden die nationalstaatlichen Umsetzungen einer Gesamtwürdigung unterzogen.

## 2. Rechtslage in der EU

### 2.1. Entwicklungen in der Drittstaatenordnung der EU

[3] Das im Nachgang der Finanzkrise 2007/08 erlassene europäische Finanzmarktrecht zeichnet sich durch einen konzeptionellen Richtungswechsel aus, welcher sich in Bezug auf Drittstaaten verstärkt durch Harmonisierung sowie Zentralisierung auszeichnet.<sup>6</sup> Während die europäische Finanzmarktregulierung in den Entwicklungsstadien vor 2007/08 eine mehrheitlich wettbewerbsfreundliche und standortpolitische Regulierungsstruktur aufwies, hat sich im Nachgang der Finanzmarktkrise ein Trend zur Vollharmonisierung herausgebildet, welcher auf eine Verbesserung des Anlegerschutzes und der Marktstabilität zielt.<sup>7</sup> Im Fokus dieser Zielsetzung liegt nicht zuletzt eine verschärfte Regulierung grenzüberschreitender Geschäftstätigkeiten. Eine der bedeutendsten rechtspolitischen Zielmaximen bildet dabei der Schutz des europäischen Finanzbinnenmarkts vor negativen externen Effekten, welche durch Drittstaatenintermediäre begünstigt werden könnten.<sup>8</sup>

[4] Für die in Drittstaaten domizilierten Marktteilnehmer ist dieser Regulierungstrend mit zunehmenden Marktzutrittschürden verbunden, weshalb nicht selten auf die sich intensivierende

---

in der MiFIR normiert. Diese flankiert die MiFID II, welche das Rechtskleid einer Richtlinie trägt und somit im Unterschied zur MiFIR von den Mitgliedstaaten zuerst in nationalstaatliches Recht umgesetzt werden muss. Vgl. zum Zusammenspiel von MiFID II und MiFID MARCUS LUTTER/WALTER BAYER/JESSICA SCHMIDT, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, ZGR Sonderheft 1, Teil 1, 6. Aufl., Berlin/Boston 2018, N. 32.7 f.

<sup>6</sup> Vgl. dazu ROLF SETHE, *Rechtsangleichung im Schweizer Finanzmarktrecht – Heteronomer und autonomer Nachvollzug, Äquivalenz, Swiss Finish*, in: Wolfhard Kohte/Nadine Absenger (Hrsg.), *Menschenrechte und Solidarität im internationalen Diskurs*, Festschrift für Armin Höland, Baden-Baden 2015, S. 355; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, *Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch. Neuausrichtung der Drittstaatenordnung?*, GesKR 2019, S. 409; THOMAS JUTZI/KSENIA WESS/DAMIAN SIERADZKI, *Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext*, AJP 2020, S. 572; THOMAS JUTZI/CHRISTOPH FEUZ, *MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre*, in: Jusletter 25. April 2016, S. 21 ff.; HANS KUHN, *Bank und Finanzdienstleistungsverträge*, in: Herbert Kronke/Werner Melis/Hans Kuhn (Hrsg.), *Handbuch Internationales Wirtschaftsrecht*, 2. Aufl., Köln 2017, Teil C, N. 269; KSENIA WESS, *Drittstaatenregulierung im Finanzdienstleistungsrecht der EU und ihre Auswirkung auf die Schweiz*, Diss. Bern 2020 = SSFMR 134, Zürich/Basel/Genf 2020, N. 5 ff.; SCHÄREN/JUTZI (Fn. 2), S. 235 ff.

<sup>7</sup> Vgl. dazu PETRA BUCK-HEEB, *Kapitalmarktrecht*, 11. Aufl., Heidelberg 2020, § 1 N. 35; FRANCA CONTRATTO, *Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten*, in: Rolf Sethe/Thorsten Hens/Hans Caspar von der Crone/Rolf H. Weber (Hrsg.), *Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert*, SSFM 108, Zürich/Basel/Genf 2013, S. 47 ff.; ANDREAS FRÜH, in: Peter Mühlbert/Andreas Früh/Thorsten Seyfried (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 5. Aufl., Köln 2019, N. 1.55, 1.81; JUTZI/WESS/SIERADZKI (Fn. 6), S. 572 f.; KUHN (Fn. 6), Teil C, N. 269; ROLF SETHE, *Wettbewerb als Regelungsziel der europäischen Finanzmarktgesetzgebung*, in: Markus Notter/Rolf Weber/Andreas Heinemann/Tobias Baumgartner (Hrsg.), *Europäische Idee und Integration – mittendrin und nicht dabei? Liber amicorum für Andreas Kellerhals*, Zürich 2018, S. 379; SCHÄREN/JUTZI (Fn. 2), S. 236 f.; RASHID BAHAR/BIANCA NEDWED, *Grenzüberschreitendes Angebot von Finanzdienstleistungen und -produkten? Die Eidgenossenschaft schlägt zurück*, SZW 2019, S. 619.

<sup>8</sup> Vgl. etwa E. 3 MiFIR; ALEXANDER FP. BRÜGGEMEIER, *Harmonisierungskonzepte im europäischen Kapitalmarktrecht*, Diss. Hamburg 2017 = *Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht* 46, Tübingen 2018, S. 28, 176; KATHRIN MARIA KÜPPERS, *Neuordnung der Finanzmarktaufsicht im Bereich der bankseitigen Erbringung und Vergütung von Finanzdienstleistungen*, Diss. Zürich 2017 = SSFMR 131, Zürich 2020, S. 130.

Abschottung des Finanzbinnenmarktes für Drittstaaten durch immer höhere Schranken hingewiesen wird.<sup>9</sup>

## 2.2. Anwendungsbereich der MiFID II und MiFIR-Drittstaatenvorschriften

[5] Wie bereits erwähnt, statuieren die MiFID II und die dazugehörige MiFIR den europäischen Rechtsrahmen für Finanzdienstleistungen. Erfasste Tätigkeiten sind insbesondere die individuelle Portfolioverwaltung und die Anlageberatung.<sup>10</sup> Darüber hinaus sind aber auch die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten oder die Gewährung von Krediten oder Darlehen im Rahmen einer Nebendienstleistungstätigkeit vom MiFID II/MiFIR-Rechtsrahmen erfasst.<sup>11</sup>

[6] Sowohl die MiFID II als auch die MiFIR enthalten Vorschriften mit Drittstaatenbezügen (Art. 39 ff. MiFID II und Art. 46 ff. MiFIR) und unterstellen «Drittlandfirmen» explizit ihren Anwendungsbereichen.<sup>12</sup> Dabei stellen beide Rechtsakte auf denselben Begriff der «Drittlandfirma» ab und verstehen darunter eine Firma, die ein Kreditinstitut ist,<sup>13</sup> das Wertpapierdienstleistungen erbringt oder Anlagetätigkeiten ausführt, oder eine Wertpapierfirma wäre,<sup>14</sup> wenn sie ihre Hauptverwaltung oder ihren Sitz in der Union hätte.<sup>15</sup> Massgebend ist in diesem Zusammenhang, ob eine Drittlandfirma im Drittland zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anlageberatungstätigkeiten berechtigt ist.<sup>16</sup> Der Unterschied zwischen einer Drittlandfirma und einer EU-Wertpapierfirma entscheidet sich letztlich im Umstand, ob sich der Sitz einer Firma in einem Drittland befindet oder nicht.<sup>17</sup>

[7] Der Anwendungsbereich der MiFID II und MiFIR-Drittstaatenvorschriften unterscheidet sich in grundlegender Weise. Die MiFIR-Drittstaatenvorschriften beziehen sich auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gegenüber professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien, während die Drittlandbestimmungen der MiFID II die Tätigkeit gegenüber Privatkunden regulieren.

---

<sup>9</sup> So etwa KUHN (Fn. 6), Teil C, N. 281, 298; LUCIA QUAGLIA, The Politics of «Third Country Equivalence» in Post-Crisis Financial Services Regulation in the European Union, West European Politics 2015, S. 168; WESS (Fn. 6), N. 8.

<sup>10</sup> Anhang I Abschnitt A Ziff. 4, 5 MiFID II.

<sup>11</sup> Anhang I Abschnitt B Ziff. 1, 2 MiFID II.

<sup>12</sup> Art. 1 Abs. 1 MiFID II, Art. 1 Abs. 2 MiFIR.

<sup>13</sup> Ein Kreditinstitut definiert die MiFID II als ein Unternehmen, dessen Tätigkeit insbesondere darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren, vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 27 MiFID II i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 1 der CRR [Verordnung (EU) Nr. 575/2013 vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. 176/1 vom 26. Juni 2013].

<sup>14</sup> Als Wertpapierfirmen gelten juristische Personen, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbmässig eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen für Dritte erbringen und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten ausüben, vgl. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 1 MiFID II.

<sup>15</sup> Art. 4 Abs. 1 Ziff. 57 MiFID II, Art. 2 Abs. 1 Ziff. 42 MiFIR.

<sup>16</sup> Vgl. dazu JUTZI/FEUZ (Fn. 6), S. 36 ff.; THIERRY ROMAIN AMMANN, Der europäische Marktzugang für Schweizer Banken unter besonderer Berücksichtigung der Drittlandregelungen gemäss MiFID II und MiFIR, Diss. St. Gallen 2020 = St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht 17, Zürich/St. Gallen 2020, S. 23; EVA-MARIA KÖPFER, Anwendung und Auswirkungen des europäischen Kapitalmarktrechts auf Akteure aus Drittstaaten – Eine Analyse auf Basis der Umsetzung ins deutsche Recht und der Auswirkungen auf die Schweiz, Diss. St. Gallen 2015, S. 270 f.

<sup>17</sup> JUTZI/FEUZ (Fn. 6), S. 36; KÖPFER (Fn. 16), S. 272.

### 2.2.1. MiFID II

[8] Die Vorschriften zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten durch Drittlandfirmen im Rahmen der MiFID II beziehen sich auf das Segment der Privatkunden<sup>18</sup> und heraufgestufter, sogenannter «gekorener», professioneller Kunden.<sup>19</sup> Für dieses Kundensegment sehen die MiFID II-Vorschriften kein Äquivalenzverfahren vor. Allerdings wird den Mitgliedstaaten die Möglichkeit eingeräumt, bei grenzüberschreitenden Wertpapierdienstleistungen bzw. Anlagetätigkeiten durch Drittlandfirmen an Privatkunden eine Zweigniederlassungserrichtung in ihrem Hoheitsgebiet vorzusehen.<sup>20</sup> Dabei handelt es sich um einen *Umsetzungsspielraum*, der den Mitgliedstaaten bzgl. der Erbringung von Leistungen einer Drittlandfirma gewährt wird.<sup>21</sup> Das aus diesem Umsetzungsspielraum resultierende Wahlrecht hinsichtlich des Zweigniederlassungserfordernisses bringt zum Ausdruck, dass es den Mitgliedstaaten grundsätzlich selbst überlassen ist, wie sie den drittstaatlich-grenzübergreifenden Wertpapierdienstleistungsverkehr gegenüber Retailkunden regeln («Kannvorschrift»)<sup>22</sup>. Ein Blick auf die Entstehungsgeschichte dieser Regelung zeigt, dass über die Gewährung dieses Umsetzungsspielraums binneneuropäisch keine Einigkeit herrschte. Der europäische Rat befürwortete den Umsetzungsfreiraum nicht und schlug seinerseits vor, dass Drittlandfirmen zwingend in jedem EU-Staat, in dem sie Dienstleistungen für Privatkunden erbringen, eine Zweigniederlassung errichten müssen. Das europäische Parlament hingegen unterstützte den Vorschlag der Kommission im Wesentlichen.<sup>23</sup>

[9] Entscheidet sich ein Mitgliedstaat gegen eine Pflicht zur Errichtung einer Zweigniederlassung für grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen bzw. Anlagetätigkeiten durch Drittlandfirmen, so hat er die Rahmenbedingungen zu erstellen, die Drittlandfirmen bei einer Leistungserbringung auf dem Hoheitsgebiet des Mitgliedstaats zu befolgen haben. Hierzu stellt die MiFID II keine inhaltlichen Vorgaben auf. Dies bedeutet, dass den Mitgliedstaaten eine individuelle Befugnis zum Abschluss bilateraler Abkommen mit Drittstaaten zukommt.<sup>24</sup>

[10] Erachtet es ein Mitgliedstaat jedoch etwa aus Gründen des Anlegerschutzes als notwendig, so kann er den Drittlandfirmen institutsspezifisch vorschreiben, eine Zweigniederlassung in seinem

---

<sup>18</sup> Als Privatkunden werden vorliegend Kleinanleger verstanden sowie Kleinanleger, die beantragt haben, als professionelle Kunden behandelt zu werden, vgl. dazu Art. 4 Abs. 1 Ziff. 10 und 11 i.V.m. Anhang II MiFID.

<sup>19</sup> Als «gekorene» professionelle Kunden gelten diejenigen Privatkunden, die unter gegebenen Voraussetzungen auf das durch die MiFID II vorgesehene Schutzniveau verzichten und sich als professionelle Kunden behandeln lassen. Hierfür sind Kenntnisse und/oder Erfahrungen im Finanzsektor und/oder das Vorhandensein eines Finanzinstrument-Portfolios in der Höhe von über EUR 500'000 notwendig, vgl. Ziff. II Anhang II MiFID II.

<sup>20</sup> Art. 39 Abs. 1 MiFID II.

<sup>21</sup> Dies ist dem Umstand geschuldet, dass die MiFID II die Rechtsnatur einer Richtlinie aufweist. Richtlinien sind für jeden Mitgliedstaat, an den sie gerichtet sind, (nur) hinsichtlich des zu erreichenden Ziels verbindlich, und überlassen den innerstaatlichen Stellen die Wahl der Form und der Mittel zur Umsetzung, vgl. Art. 288 Abs. 3 AEUV.

<sup>22</sup> § 91 N. 2 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, S. 134 f.

<sup>23</sup> Vgl. dazu bei KÜPPERS (Fn. 8), S. 132 f.; ROLF SETHE, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, S. 620 ff.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu ROLF SETHE, MiFIR/MiFID II – Drittstaatenzugang für die Schweiz und Äquivalenz von FINIG/FIDLEG, in: Dieter Gericke (Hrsg.), Private Equity VI PE 6.0: Neue Mitspieler, neue Technologien, neue Themen, neues Recht, EIZ – Europa Institut Zürich Band/Nr. 190, Zürich 2018, S. 152; SUSAN EMMENEGGER/ANDREA BIGLER, Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen, SZW 2019, S. 162; WESS (Fn. 6), N. 417.

Hoheitsgebiet zu errichten.<sup>25</sup> Für die Erbringung von Dienstleistungen oder die Ausübung von Anlagetätigkeiten durch die Errichtung einer Zweigniederlassung stellt die MiFID II einen detaillierten Katalog an rechtlichen Voraussetzungen auf.<sup>26</sup> Eine zugelassene Zweigniederlassung ist sodann dazu befugt, im Aufnahmemitgliedstaat Privatanlegern Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten mit oder ohne Nebendienstleistungen aktiv anzubieten und zu erbringen.<sup>27</sup>

### 2.2.2. MiFIR

[11] Die MiFIR-Drittstaatenvorschriften beziehen sich auf Wertpapierdienstleistungen bzw. die Erbringung von Anlagetätigkeiten an in der EU ansässige geeignete *Gegenparteien*<sup>28</sup> und *professionelle Kunden*.<sup>29,30</sup> Die Erbringung der genannten Dienstleistungen ist ohne die Errichtung einer Zweigniederlassung zulässig, sofern die hierfür von der MiFIR postulierten Voraussetzungen vorliegen.<sup>31</sup> Im Mittelpunkt steht ein auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien beschränktes Äquivalenzregime, welches Drittlandfirmen ein binneneuropäisches Passrecht zur Verfügung stellt. Im Falle eines positiven Entscheids durch die europäische Kommission können Drittstaatenintermediäre aus ihrem Herkunftsland heraus Dienstleistungen in der gesamten EU erbringen.<sup>32</sup>

## 2.3. Normative Ausgestaltung der Drittstaatenvorschriften

### 2.3.1. Errichtung einer Zweigniederlassung nach MiFID II

[12] Sieht ein Mitgliedstaat – bspw. aus Anlegerschutzgründen – für die Erbringung von Finanzdienstleistungen an Retailkunden in seinem Hoheitsgebiet ein Zweigniederlassungserfordernis vor, muss die Zweigniederlassung eine vorherige *Zulassung* der zuständigen Behörden dieses Mitgliedstaats einholen, welche an zahlreiche, durch die MiFID II statuierte Voraussetzungen gebunden ist.<sup>33</sup> Dabei dürfen die Mitgliedstaaten für die Gründung und den Betrieb einer Zweignieder-

---

<sup>25</sup> E. 109 MiFID II; Art. 39 MiFID II.

<sup>26</sup> Vgl. dazu unten, Rz. 12 ff.

<sup>27</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 293 f.

<sup>28</sup> Geeignete Gegenparteien stellen eine Unterkategorie der professionellen Kunden dar. Es handelt sich hierbei insbesondere um Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Versicherungsgesellschaften, OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften, sonstige zugelassene oder nach dem Unionsrecht oder den Rechtsvorschriften eines Mitgliedstaats einer Aufsicht unterliegende Finanzinstitute sowie nationale Regierungen und deren Einrichtungen, vgl. Art. 30 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID II. Die Behandlung dieser Institutionen als geeignete Gegenparteien mit der Folge der Nichtanwendung bestimmter Verhaltenspflichten ist nur im Rahmen von bestimmten Geschäften möglich, nämlich bei Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden und/oder Handel für eigene Rechnung und/oder Entgegennahme und Weiterleitung von Aufträgen sowie die damit zusammenhängenden Nebendienstleistungen, vgl. Art. 30 Abs. 1 UAbs. 1 MiFID II. Werden gegenüber geeigneten Gegenparteien andere Wertpapierdienstleistungen erbracht, wie z.B. die Anlageberatung oder die Vermögensverwaltung, sind diese Institutionen als professionelle Kunden zu behandeln; vgl. WESS (Fn. 6), N. 190 (Fn. 838).

<sup>29</sup> Professionelle Kunden sind Kunden, die über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen selbst zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen können, vgl. Anhang II UAbs. 1 MiFID. Als solche gelten namentlich Kreditinstitute, Wertpapierfirmen oder grosse Unternehmen, vgl. dazu den gesamten Katalog in Anhang II Ziff. 1 Abs. 1 MiFID II.

<sup>30</sup> Art. 46 Abs. 1 MiFIR.

<sup>31</sup> Vgl. dazu unten, Rz. 18 ff.

<sup>32</sup> Vgl. dazu unten, Rz. 18 ff.

<sup>33</sup> Art. 39 Abs. 3 MiFID II.

lassung weder zusätzliche Anforderungen vorsehen noch Drittstaatenintermediären günstigere Bedingungen als Unionsfirmen gewähren.<sup>34</sup>

[13] Grundvoraussetzung für das Erteilen einer Zulassung ist, dass die Dienstleistungen, für die eine Zulassung beantragt wird, bereits dort beaufsichtigt werden, wo der Drittstaatenintermediär seinen Sitz hat.<sup>35</sup> Sodann bedingt die Zulassung die Beachtung ausgewählter internationalrechtlicher Aspekte sowie die Erfüllung bestimmter organisatorischer Anforderungen.<sup>36</sup>

### 2.3.1.1. Völkerrechtliche Aspekte

[14] Zum einen hat die zuständige Aufsichtsbehörde die Empfehlungen der Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung gebührend zu berücksichtigen.<sup>37</sup> Gefordert wird überdies der Abschluss von Kooperationsvereinbarungen, in denen insbesondere Bestimmungen zur Regulierung des Informationsaustausches aufzunehmen sind.<sup>38</sup> Das Drittland, in dem der Intermediär seinen Sitz hat, hat mit dem Mitgliedstaat auch eine Vereinbarung abzuschliessen, die den Standards nach Art. 26 des Musterabkommens der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zur Vermeidung von Doppelbesteuerung von Einkommen und Vermögen entspricht und einen wirksamen Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten gewährleistet.<sup>39</sup>

### 2.3.1.2. Organisatorische Anforderungen

[15] Um eine Zulassung zu erhalten, muss die Aufsichtsbehörde im Mitgliedstaat, in dem eine Zulassung beantragt wird, zunächst davon überzeugt sein, dass die Zweigniederlassung in der Lage ist, mehrere Vorschriften der MiFID II und MiFIR einzuhalten.<sup>40</sup> Sodann muss die Zweigniederlassung ein ausreichendes Anfangskapital zur freien Verfügung haben.<sup>41</sup> Gefordert wird zudem, dass sie einen oder mehrere Geschäftsleiter hat, welche die Anforderungen des «Fit & Proper-Tests» erfüllen, der von der CRD IV-Regulierung<sup>42</sup> vorgesehen ist.<sup>43</sup> Vorausgesetzt wird insbesondere ein guter Leumund, persönliche Zuverlässigkeit und fachliche Eignung.<sup>44</sup> Verlangt wird darüber hinaus, dass der Drittstaatenintermediär einem System für die Entschädigung der Anleger angehört, das in Einklang mit der RL 97/9/EG<sup>45</sup> zugelassen oder anerkannt ist.<sup>46</sup>

---

<sup>34</sup> Art. 41 Abs. 2 UAbs. 2 MiFID II.

<sup>35</sup> Art. 39 Abs. 2 MiFID II.

<sup>36</sup> Vgl. zu den Anforderungen an Drittlandanbieter eingehend KÜPPERS (Fn. 8), S. 136 ff.

<sup>37</sup> Art. 39 Abs. 2 lit. a MiFID II.

<sup>38</sup> Art. 39 Abs. 2 lit. b MiFID II.

<sup>39</sup> Art. 39 Abs. 2 lit. e MiFID II.

<sup>40</sup> Dazu zählen die Art. 16 bis 20, 23, 24, 25 und 27, Art. 28 Abs. 1 und Art. 30, 31 und 32 MiFID II, sowie und Art. 3 bis 26 MiFIR, vgl. Art. 41 Abs. 1 lit. b i.V.m. Art. 41 Abs. 2 MiFID II.

<sup>41</sup> Art. 39 Abs. 2 lit. c MiFID II. Hierfür sind die Vorgaben der CRD IV/CRR massgebend, vgl. Art. 15 MiFID II i.V.m. Art. 28–32 CRD IV.

<sup>42</sup> Capital Requirements Directive, RL 2013/36/EU, ABl. L 176/338 vom 27. Juni 2013.

<sup>43</sup> Art. 39 Abs. 2 lit. d i.V.m. Art. 9 Abs. 1 MiFID II.

<sup>44</sup> Art. 88 und 91 CRD IV i.V.m. Art. 39 Abs. 2 lit. d und Art. 9 Abs. 1 MiFID II.

<sup>45</sup> RL 97/9/EG ABl. L 84/22 vom 26. März 1997.

<sup>46</sup> Art. 39 Abs. 2 lit. f MiFID II.



[16] Die MiFID-Vorschriften zur Errichtung einer Zweigniederlassung statuieren sodann umfangreiche Mitteilungspflichten. Ein Drittstaatenintermediär, der eine Zulassung anstrebt, hat der Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats namentlich die folgenden Angaben zu übermitteln:

- Den Namen der Aufsichtsbehörde in seinem Herkunftsland,<sup>47</sup>
- sämtliche relevanten Firmenangaben (Name, Rechtsform, Firmensitz und Adresse, Mitglieder des Leitungsorgans, relevante Gesellschafter),
- einen Geschäftsplan, in dem die Wertpapierdienstleistungen und/oder Anlagetätigkeiten und Nebendienstleistungen sowie die organisatorische Struktur der Zweigniederlassung angegeben sind,<sup>48</sup>
- die Namen der für die Leitung der Zweigniederlassung verantwortlichen Personen,<sup>49</sup>
- Angaben zum Anfangskapital, das der Zweigniederlassung zur freien Verfügung steht.<sup>50</sup>

[17] Macht ein Drittstaatenintermediär nicht binnen eines Jahres von der Zulassung Gebrauch, kann die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats eine erteilte Zulassung wieder entziehen. Dasselbe gilt, wenn die Zulassung auf der Basis von falschen Angaben erteilt wurde oder die Voraussetzungen, auf denen die Zulassung beruhte, nicht mehr erfüllt sind.<sup>51</sup>

### 2.3.2. Zweigniederlassungsloses Tätigwerden nach MiFIR

[18] Das zweigniederlassungslose Erbringen von Wertpapierdienstleistungen oder Durchführen von Anlagetätigkeiten in einem EU-Mitgliedstaat nach den Vorschriften der MiFIR wird davon abhängig gemacht, ob der Drittstaatenintermediär in einem Register für Drittlandfirmen geführt wird, welches die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) erstellt.<sup>52</sup> Ist die Drittlandfirma einmal im Register eingetragen, darf sie die entsprechenden Dienstleistungen und Tätigkeiten in der gesamten EU erbringen.<sup>53</sup> Eine Aufnahme in dieses Register ist an umfangreiche Voraussetzungen geknüpft.<sup>54</sup>

#### 2.3.2.1. Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission

[19] An erster Stelle erfordert ein zweigniederlassungsloses Tätigwerden eines Drittstaatenintermediärs einen Gleichwertigkeitsbeschluss der europäischen Kommission.<sup>55</sup> In dem Beschluss stellt die Kommission sicher, dass die im Drittland zugelassene Firma im Bereich der Aufsichts-

---

<sup>47</sup> Falls mehrere Behörden für die Beaufsichtigung verantwortlich sind, werden genaue Angaben zu den jeweiligen Zuständigkeitsbereichen gemacht, vgl. Art. 40 lit. a MiFID II.

<sup>48</sup> Diese hat auch eine Beschreibung der Auslagerung wichtiger betrieblicher Aufgaben an Dritte zu enthalten, Art. 40 lit. b MiFID II.

<sup>49</sup> Art. 40 lit. c MiFID II.

<sup>50</sup> Art. 40 lit. d MiFID II.

<sup>51</sup> Ausserdem können schwerwiegende und systematische Verstösse gegen die MiFID II Bestimmungen einen Bewilligungsentzug bewirken, vgl. Art. 43 MiFID.

<sup>52</sup> Art. 46 Abs. 1 MiFIR.

<sup>53</sup> Art. 46 N. 7 MiFIR-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019; EMMENEGGER/BIGLER (Fn. 24), S. 163; WESS (Fn. 6), N. 248 f.

<sup>54</sup> Vgl. zu diesen Voraussetzungen eingehend AMMANN (Fn. 16), S. 77 ff.; KÜPPERS (Fn. 8), S. 142 ff.

<sup>55</sup> Art. 46 Abs. 2 lit. a i.V.m. Art. 47 MiFIR.

und Wohlverhaltensregeln rechtsverbindliche Anforderungen erfüllt, die den Anforderungen der MiFIR, der MiFID II und der CRD IV *gleichwertig* sind. Im Rechtsrahmen dieses Drittlandes muss zudem ein wirksames, gleichwertiges System der Anerkennung von Wertpapierfirmen bestehen, die nach ausländischen Vorschriften zugelassen sind.<sup>56</sup>

[20] Die Gleichwertigkeit der Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln eines Drittlandes gelten als gegeben, wenn die Firmen, die Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten erbringen:

- in ihrem Heimatstaat einer Zulassungspflicht unterstehen,
- Gegenstand wirksamer und kontinuierlicher Beaufsichtigungs- und Enforcement-Verfahren sind,
- hinreichenden Eigenkapitalanforderungen unterstehen,
- angemessenen Anforderungen unterstehen, die auf Aktionäre und Mitglieder des Leitungsorgans anwendbar sind,
- angemessenen Organisationsanforderungen auf dem Gebiet der internen Kontrollfunktionen unterliegen,
- angemessenen Wohlverhaltensregeln unterliegen und
- die Transparenz und Integrität des Marktes durch die Verhinderung von Marktmissbrauch durch Insider-Geschäfte und Marktmanipulation gewährleistet sind.<sup>57,58</sup>

[21] Nach Annahme des Beschlusses durch die Kommission hat der Drittstaatenintermediär bei der ESMA einen Registrierungsantrag einzureichen, aus dem hervorgeht, dass die Kommission in ihrem Beschluss den Rechts- und Aufsichtsrahmen des Drittlandes als gleichwertig anerkannt hat. Die antragstellende Drittlandfirma muss der ESMA alle Informationen übermitteln, die für ihre Registrierung erforderlich sind.<sup>59</sup> Nachdem die ESMA den Antrag für vollständig befundet, unterrichtet sie innerhalb von 180 Arbeitstagen nach Übermittlung des vollständigen Antrags die antragstellende Drittlandfirma schriftlich darüber, ob die Registrierung bewilligt oder abgelehnt wurde und gibt dazu eine vollständige Begründung ab.<sup>60</sup>

[22] Es sei darauf hingewiesen, dass Drittstaaten weder eine formelle Legitimation zum Stellen eines Antrags auf Einleitung einer Äquivalenzprüfung haben noch ein Anspruch auf die Erteilung eines Gleichwertigkeitsbeschlusses besteht.<sup>61</sup>

---

<sup>56</sup> Art. 47 Abs. 1 MiFIR.

<sup>57</sup> Art. 47 Abs. 1 lit. a-e MiFIR.

<sup>58</sup> Die Kommission beurteilt die *effektive* Gleichwertigkeit ergebnisorientiert. Nicht erforderlich ist, dass das Drittland über identische oder deckungsgleiche Regelungen verfügt. Vielmehr muss der Regulierungs- und Aufsichtsrahmen des Drittlandes eine vergleichbare und gleichwertige Wirkung wie das EU-Recht erzielen und die gleichen Ziele verfolgen, vgl. dazu WESS (Fn. 6), N. 253 sowie N. 254 zum risikobasierten Ansatz und dem Grundsatz der Proportionalität bei der Beurteilung der Gleichwertigkeit durch die Kommission. Vgl. zum Ganzen auch AMMANN (Fn. 16), S. 81.

<sup>59</sup> Die zu übermittelnden Angaben werden in der Del. VO (EU) 2016/2022 vom 14. Juli 2016, ABl. L 313/11 vom 14. Juli 2016 konkretisiert. Sie erstrecken sich über für die Registrierung erforderliche Angaben, Anforderungen in Bezug auf die Informationsübermittlung sowie Informationen für Kunden in der EU; zum Registrierungsverfahren vgl. WESS (Fn. 6), N. 262 ff.

<sup>60</sup> Art. 46 Abs. 4 MiFIR.

<sup>61</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 81; JUTZI/FEUZ (Fn. 6), S. 47.

### 2.3.2.2. Dienstleistungserbringung ohne Beschluss der Kommission

[23] Die MiFIR bedarf als EU-Verordnung nach Art. 288 Abs. 2 AEUV keiner Mitwirkung der Mitgliedstaaten bei deren Umsetzung, sondern gilt direkt.<sup>62</sup> Dies bedeutet, dass die MiFIR in Bezug auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien in der EU ein vollharmonisiertes System des grenzüberschreitenden Marktzuganges aus Drittländern statuiert. Ergeht im Rahmen von Art. 46 ff. MiFIR ein Äquivalenzbeschluss, wird die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten für die Regelung des Marktzuganges von Drittlandfirmen eingeschränkt.<sup>63</sup>

[24] Mitgliedstaaten können Drittlandfirmen demnach gestatten, im Einklang mit den innerstaatlichen Vorschriften für geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden, die in ihrem Hoheitsgebiet ansässig oder niedergelassen sind, Wertpapierdienstleistungen zu erbringen oder Anlagetätigkeiten zusammen mit Nebendienstleistungen auszuüben, wenn die Kommission keinen Beschluss nach Art. 47 Abs. 1 MiFIR erlassen hat, oder wenn ein solcher Beschluss erlassen wurde aber nicht mehr gilt *«oder die betreffenden Dienstleistungen oder Tätigkeiten nicht umfasst»*.<sup>64</sup> Mit der hier hervorgehobenen Ergänzung hat der europäische Ordnungsgeber erklärt, dass Mitgliedstaaten nicht nur im Fall eines ausbleibenden oder nicht mehr geltenden Beschlusses unter den gegebenen Voraussetzungen einen Marktzugang gewähren können, sondern auch dann autonom Zugang erteilen können, wenn es sich um Tätigkeiten oder Dienstleistungen handelt, die von einem Gleichwertigkeitsbeschluss nicht umfasst sind.

[25] Bisher ist weder gegenüber der Schweiz noch gegenüber einem anderen Drittstaat ein Kommissionsbeschluss gemäss Art. 47 MiFIR ergangen.<sup>65</sup> Aus rechtspolitischer Sicht ist insbesondere vor dem Brexit-Hintergrund in naher Zukunft nicht mit einem solchen Beschluss der Kommission zu rechnen.<sup>66</sup>

### 2.3.2.3. Weitere Voraussetzungen

[26] Neben dem Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission wird für ein zweigniederlassungsloses Tätigwerden gefordert, dass der Drittstaatenintermediär dort, wo er seine Hauptverwaltung hat, dazu befugt ist, in der EU Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten zu erbringen. Zudem wird vorausgesetzt, dass er einer wirksamen Aufsicht und einem Enforcement untersteht, welche die vollständige Einhaltung der im Drittland gültigen Anforderungen sicherstellen.<sup>67</sup> Bei der Beurteilung darüber, ob die Drittlandfirma im entsprechenden Drittland einer wirksamen Aufsichts- und Enforcement-Struktur untersteht, kommt der ESMA ein gewisser Einschätzungsspielraum zu. Dies, zumal eine solche Beurteilung auch eine Prognose darüber umfasst, ob die

---

<sup>62</sup> Vgl. dazu oben Fn. 5.

<sup>63</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 112.

<sup>64</sup> Art. 63 Ziff. 4 lit. c, VO (EU) Nr. 2019/2033, ABL L 314/1 vom 5. Dezember 2019.

<sup>65</sup> EMMENEGGER/BIGLER (Fn. 24), S. 162 f.; GUNNAR SCHUSTER/SEBASTIAN PITZ/FRIEDRICH-ASMUS MATZEN, Brexit, MiFIR und MiFID II: Grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen durch Drittlandfirmen und die anwendbaren Organisations- und Wohlverhaltenspflichten, ZBB 2018, S. 198; TILMAN IMM, Der finanz- und kapitalmarkt-rechtliche Gleichwertigkeitsmechanismus. Zur Methode der Substitution in Theorie und Praxis, Diss. Freiburg i.B. 2019 = Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht 77, Tübingen 2020, S. 217.

<sup>66</sup> Selbst wenn die Kommission einst die Äquivalenz der schweizerischen Rechtslage prüfen sollte, wird hierzulande aus materiell-rechtlicher Sicht eine Gleichwertigkeit des schweizerischen Rechts- und Aufsichtsrahmens in Frage gestellt, vgl. AMMANN (Fn. 16), S. 138 und 143 ff.; WESS (Fn. 6), N. 358 ff.

<sup>67</sup> Art. 46 Abs. 2 lit. b MiFIR.

künftige Einhaltung der Anforderungen sichergestellt ist.<sup>68</sup> Eine weitere Voraussetzung bilden Zusammenarbeitsvereinbarungen zwischen den Drittlandbehörden und der ESMA, die mindestens den Informationsaustausch und Verfahren zur Koordinierung der Aufsichtstätigkeiten (inkl. Vor-Ort-Inspektionen) festlegen.<sup>69</sup>

[27] Intermediäre aus Drittstaaten, die infolge eines Gleichwertigkeitsbeschlusses Dienstleistungen in der EU erbringen, müssen die EU-Kunden vor der Erbringung etwaiger Wertpapierdienstleistungen schriftlich und deutlich darüber aufklären, dass es ihnen nicht gestattet ist, Dienstleistungen für andere Kunden als zulässige Gegenparteien oder professionelle Kunden zu erbringen. Sie müssen die EU-Kunden ferner darüber benachrichtigen, dass sie in der Union keiner Aufsicht unterliegen und den Namen und die Anschrift der zuständigen Drittlandaufsichtsbehörde benennen.<sup>70</sup>

[28] Letztlich haben Drittstaatenintermediäre, die auf der Grundlage eines Gleichwertigkeitsbeschlusses in der EU tätig werden, den EU-Kunden vor der Erbringung von Dienstleistungen oder Tätigkeiten anzubieten, etwaige Streitigkeiten zur Regelung an ein Gericht oder Schiedsgericht eines Mitgliedstaats zu übermitteln.<sup>71</sup>

#### **2.3.2.4. Auswirkungen eines Gleichwertigkeitsbeschlusses auf MiFID II Zweigniederlassungen**

[29] Wurde der Rechts- und Aufsichtsrahmen eines Drittstaatenintermediärs durch einen Kommissionsbeschluss als gleichwertig anerkannt und liegt auch eine Zulassung i.S.v. Art. 39 MiFID II vor,<sup>72</sup> kann der Drittstaatenintermediär im Rahmen der Zulassung für geeignete Gegenparteien und professionelle Kunden auch Dienstleistungen und Tätigkeiten in anderen Mitgliedstaaten der EU erbringen, ohne hierfür neue Zweigniederlassungen gründen zu müssen. Die Zweigniederlassung unterliegt dabei weiterhin der Aufsicht des Mitgliedstaats, in dem die Zweigniederlassung im Einklang mit der MiFID II ihren Sitz hat.<sup>73</sup>

#### **2.3.2.5. Widerruf der Registrierung**

[30] Die Überwachung der Tätigkeit der Drittlandfirmen in der EU erfolgt weder durch die ESMA noch durch die nationalen mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden. Für die Überwachung ist ausschliesslich die Aufsichtsbehörde des Drittlandes zuständig. Gleichwohl ist die ESMA befugt, unter bestimmten Voraussetzungen die Registrierung einer Drittlandfirma zu widerrufen.<sup>74</sup>

---

<sup>68</sup> Art. 46 N. 11 MiFIR-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mülbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019.

<sup>69</sup> Darüber hinaus muss die Zusammenarbeitsvereinbarung einen Mechanismus für eine unverzügliche Unterrichtung der ESMA festlegen, falls eine zuständige Drittlandbehörde der Auffassung ist, dass eine von ihr beaufsichtigte Drittlandfirma, die von der ESMA im Verzeichnis registriert wurde, gegen ihre Zulassungsbedingungen und anderes von ihr einzuhaltendes Recht verstösst, vgl. Art. 46 Abs. 2 lit. c i.V.m. Art. 47 Abs. 2 MiFIR.

<sup>70</sup> Art. 46 Abs. 5 MiFIR.

<sup>71</sup> Art. 46 Abs. 6 MiFIR. Vgl. dazu eingehend AMMANN (Fn. 16), S. 121 ff.

<sup>72</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 12 ff.

<sup>73</sup> Zu diesem Zweck muss er die in Art. 34 ff. MiFID II festgelegten Anforderungen beachten, vgl. Art. 47 Abs. 3 MiFIR.

<sup>74</sup> Vgl. AMMANN (Fn. 16), S. 117 ff.; WESS (Fn. 6), N. 268.

[31] Bestehen fundierte Gründe, um zu glauben, dass ein Drittstaatenintermediär bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten in der Union auf eine Art und Weise handelt, die den Anlegerinteressen oder der Funktion der Märkte zuwiderläuft, so widerruft die ESMA die Registrierung des Drittstaatenintermediärs.<sup>75</sup> Alternativ kann die ESMA die Angelegenheit an die zuständige Drittlandbehörde verweisen. Ergreift diese keine angemessenen Massnahmen, um die Anleger und die ordnungsgemässe Funktionsweise der Märkte in der Union zu schützen, kann die ESMA die Registrierung widerrufen, nachdem sie die zuständige Drittlandbehörde mindestens 30 Tage vor dem Widerruf über ihre Absicht unterrichtet hat, die Registrierung der Drittlandfirma zu widerrufen.<sup>76</sup>

[32] Ein Widerruf kann auch erfolgen, wenn die ESMA fundierte Gründe hat, um zu glauben, dass eine Drittlandfirma beim Tätigwerden in der Union ernsthaft gegen die auf sie zutreffenden Bestimmungen des Drittlandes verstossen hat, auf deren Grundlage der Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission basiert.<sup>77</sup>

### **3. Umsetzung in Deutschland, Frankreich und Italien**

#### **3.1. Deutschland**

[33] Wie bereits erwähnt, hat die EU-Kommission bisher noch keine Gleichwertigkeitsbeschlüsse im Rahmen von Art. 46 ff. MiFIR erlassen. Der Marktzugang bzgl. geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden in Deutschland ergibt sich daher ausschliesslich aus nationalem, deutschem Recht.<sup>78</sup> Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen an Privatkunden unterliegt in Deutschland ebenfalls dem nationalen Recht, da Deutschland das Zweigniederlassungserfordernis von Art. 39 MiFID II nicht umgesetzt hat.<sup>79</sup>

##### **3.1.1. Rechtsgefässe des deutschen Vermögensverwaltungsrechts**

[34] In Deutschland regulieren das Kreditwesengesetz (KWG)<sup>80</sup> sowie das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)<sup>81</sup> Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungstätigkeiten. Während das KWG ein institutsbezogener Rechtsakt ist, der für Banktätigkeiten eine Bewilligungspflicht sowie Voraussetzungen mit Blick auf die Liquidität (z.B. Eigenkapitalvorschriften) oder die Organisation (z.B. Eignung der Organmitglieder) vorsieht, stellt das WpHG vornehmlich Vorschriften für das Verhalten von Kapitalmarktteilnehmern auf dem Kapitalmarkt auf.<sup>82</sup>

---

<sup>75</sup> Art. 49 Abs. 1 lit. a MiFIR.

<sup>76</sup> Art. 49 Abs. 1 lit. c und d MiFIR.

<sup>77</sup> Art. 49 Abs. 1 lit. b MiFIR.

<sup>78</sup> SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 200.

<sup>79</sup> IMM (Fn. 65), S. 215; SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 200.

<sup>80</sup> Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.

<sup>81</sup> Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 8 Absatz 1 des Gesetzes vom 9. Dezember 2020 (BGBl. I S. 2773) geändert worden ist.

<sup>82</sup> FRANK A. SCHÄFER, Das Verhältnis von WpHG und KWG am Beispiel des Begriffs des Wertpapiers, in: Lars Klöhn/Sebastian Mock (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin/Boston 2019, S. 278.

### 3.1.2. KWG

#### 3.1.2.1. Bewilligungspflicht bei grenzüberschreitender Tätigkeit

[35] Wer in Deutschland gewerbsmässig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen will, bedarf nach den Vorschriften des KWG einer schriftlichen Erlaubnis der Aufsichtsbehörde (§ 32 Abs. 1 KWG). Die Geschäftsaufnahme auf dem Hoheitsgebiet von Deutschland ist in jeder Form erlaubnispflichtig. Dies gilt auch bei Tätigkeiten durch eine rechtlich nicht selbstständige Zweigniederlassung eines ausländischen Unternehmens oder im grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr.<sup>83</sup>

[36] Fraglich ist, ob bei grenzüberschreitendem Geschäftsverkehr ohne inländische Präsenz – z.B. bei mittels Internet erbrachter Bank- oder Finanzdienstleistung – ein inländischer Geschäftsabschluss im Sinne des KWG vorliegt.

[37] Der Aufsichtspraxis zufolge ist eine Erlaubnis nicht nur dann erforderlich, wenn ein ausländischer Anbieter im Inland eine Niederlassung oder Zweigstelle betreibt, sondern auch dann, wenn er sich vom Ausland aus zielgerichtet an den Markt wendet, um im Inland wiederholt und geschäftsmässig Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen anzubieten.<sup>84</sup> Dies bedeutet, dass die Erlaubnispflicht nach KWG bereits dann ausgelöst ist, wenn wesentliche Teilakte eines Geschäfts im Inland vorgenommen werden.<sup>85</sup>

[38] Diese Aufsichtspraxis wird durch die deutsche Rechtsprechung gestützt. Bspw. genügte es dem deutschen Bundesverwaltungsgericht (BVerwG) für die Anwendbarkeit der KWG-Bewilligungspflicht, dass einem ausländischen Institut zurechenbare Teilakte des Ausübens des Bankgeschäfts in Deutschland stattfinden.<sup>86</sup> Das Gericht setzte weder einen deutschen Sitz des Instituts noch eine physische Präsenz in Deutschland voraus. Erforderlich ist einzig, dass wesentliche, zum Vertragsschluss hinführende Schritte, in Deutschland vorgenommen werden. Dies kann nach den Erwägungen des BVerwG sowohl durch im Inland tätige Dritte als auch «mittels Telekommunikationsmedien» geschehen.<sup>87</sup>

[39] Dies hat zur Folge, dass Drittstaatenanbieter, die Bank- und Finanzdienstleistungsprodukte in Deutschland zielgerichtet vertreiben wollen, zur Erlangung der hierzu erforderlichen Erlaubnis grundsätzlich ein Tochterunternehmen<sup>88</sup> oder eine Zweigstelle<sup>89</sup> in Deutschland gründen müssen. Das gilt sowohl für das Kreditgeschäft als auch für Kundenbesuche von (freien)

---

<sup>83</sup> § 32 N. 18 KWG-FISCHER/MÜLLER, in: Karl-Heinz Boos/Reinfrid Fischer/Hermann Schulte-Mattler (Hrsg.), Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Aufl., München 2016.

<sup>84</sup> BaFin Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen vom 1. April 2005, geändert am 11. März 2019, abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb\\_050401\\_grenzueberschreitend.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Merkblatt/mb_050401_grenzueberschreitend.html) (abgerufen am 15. März 2021); CHRISTOPH OHLER, Die extraterritoriale Regulierung von international tätigen Banken, ZVglRWiss 2018, S. 482; § 32 N. 21 KWG-FISCHER/MÜLLER, in: Karl-Heinz Boos/Reinfrid Fischer/Hermann Schulte-Mattler (Hrsg.), Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Aufl., München 2016.

<sup>85</sup> OHLER (Fn. 84), S. 482; IMM (Fn. 65), S. 212.

<sup>86</sup> Urteil vom 22. April 2009 – BVerwG 8 C 2.09, Ziff. 36.

<sup>87</sup> Urteil vom 22. April 2009 – BVerwG 8 C 2.09, Ziff. 36.

<sup>88</sup> § 32 Abs. 1 i.V.m. § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 KWG.

<sup>89</sup> § 32 Abs. 1 i.V.m. § 53 KWG.

Mitarbeitern eines drittstaatlichen Instituts oder die Vermittlung durch deutsche Institute bzw. deren freien Mitarbeiter. Auch wenn in Deutschland ansässige Kunden von drittstaatlichen Unternehmen direkt über den Postweg oder mittels Telefax/E-Mail angesprochen werden, um ihnen Bank- und/oder Finanzdienstleistungen anzubieten, geht die deutsche Aufsichtspraxis von einer Erlaubnispflicht des Drittstaatenintermediärs aus.<sup>90</sup>

[40] Entschliesst sich ein Drittstaatenintermediär ein rechtlich selbstständiges Tochterunternehmen in Deutschland zu gründen, so erhält dieser insofern Zugang zum deutschen Markt, als es ihm erlaubt ist, in Deutschland Kunden aller Kategorien (d.h. Privatkunden und professionelle Kunden sowie geeignete Gegenparteien) zu bedienen. Einem in Deutschland gegründeten und geführten Tochterinstitut kommt nicht die Eigenschaft einer Drittlandfirma i.S.d. MiFID II zu.<sup>91</sup> Das Tochterinstitut kommt daher in den Genuss des europäischen Passes und kann grenzüberschreitend Kunden in der ganzen EU anbahnen und bedienen.<sup>92</sup>

[41] Auch ein Drittstaatenintermediär, der sich für die Errichtung einer (rechtlich unselbstständigen) Zweigstelle entschliesst, kann in Deutschland Kunden aller Kategorien bedienen. Hierfür wird er weitgehend die gleichen aufsichtsrechtlichen Vorschriften wie im Rahmen der Gründung einer rechtlich selbstständigen Tochtergesellschaft einhalten müssen.<sup>93</sup> Eine rechtlich unselbstständige Zweigniederlassung profitiert jedoch nicht von den Vorzügen des EU-Passes und ist auf Dienstleistungstätigkeiten im deutschen Hoheitsgebiet beschränkt.

### 3.1.2.2. Freistellung von der Bewilligungspflicht

[42] Das KWG sieht in § 2 Abs. 4 die Möglichkeit vor, ausländische Institute im Einzelfall für bestimmte Geschäftsbereiche von der KWG-Erlaubnispflicht und weiteren Vorschriften des KWG freizustellen. Danach kann die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bestimmte Institute, die wegen der Art der von ihnen betriebenen Geschäfte nicht der Aufsicht bedürfen, von der Erlaubnispflicht sowie weiteren KWG-Vorschriften befreien.<sup>94</sup> Auf diesem Wege wird eine flexible Anwendung des KWG ermöglicht, die der BaFin insbesondere hilft, Kosten zu sparen.<sup>95</sup> Bis im Jahr 2019 wurden insgesamt 361 Drittstaatenunternehmen durch die BaFin von der Erlaubnispflicht befreit.<sup>96</sup> Bei der Entscheidungsfindung werden namentlich Kriterien wie die Art der getätigten Geschäfte, der Kundenkreis oder eventuelle Risiken für Dritte herangezogen. Auf den Umfang der Geschäfte kommt es jedoch nicht an.<sup>97</sup>

[43] In Bezug auf den von § 2 Abs. 4 KWG erfassten Kundenkreis ist darauf hinzuweisen, dass gegenüber institutionellen Anlegern und zwischen Banken (mit Ausnahme des Finanztransfergeschäftes) grundsätzlich alle nach §§ 32, 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG erlaubnispflichtigen Bank-

---

<sup>90</sup> Vgl. zum Ganzen BaFin Merkblatt (Fn. 84).

<sup>91</sup> Art. 4 Abs. 1 Ziff. 57 MiFID II.

<sup>92</sup> Vgl. Art. 34 ff. MiFID II; AMMANN (Fn. 16), S. 43 ff.

<sup>93</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 458 m.w.H.

<sup>94</sup> § 4 Abs. 2 KWG.

<sup>95</sup> § 2 N. 51 KWG-SCHÄFER, in: Karl-Heinz Boos/Reinfrid Fischer/Hermann Schulte-Mattler (Hrsg.), Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Aufl., München 2016.

<sup>96</sup> BaFin Jahresbericht 2019, S. 127, abrufbar unter [https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node.html) (abgerufen am 17. Februar 2021).

<sup>97</sup> § 2 N. 54 KWG-SCHÄFER, in: Karl-Heinz Boos/Reinfrid Fischer/Hermann Schulte-Mattler (Hrsg.), Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 575/2013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Aufl., München 2016.

geschäfte und Finanzdienstleistungen freistellungsfähig sind.<sup>98</sup> Auch gegenüber Privatkunden sind (mit Ausnahme des Finanztransfergeschäftes) grundsätzlich alle nach §§ 32, 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG erlaubnispflichtigen Bankgeschäfte und Finanzdienstleistungen freistellungsfähig, sofern die Geschäfte über die Vermittlung eines deutschen Kreditinstituts zustande kommen.<sup>99</sup> Letztere Voraussetzung («Vermittlung über ein deutsches Kreditinstitut») bedeutet, dass gegenüber Privatkunden freistellungsfähige Dienstleistungen nur dann erlaubnisfrei erbracht werden können, wenn die Geschäfte über die Vermittlung durch ein deutsches Kreditinstitut oder eines entsprechenden EWR-Instituts (sog. Anbahnungskreditinstitut) zustande kommen.<sup>100</sup> Die aktive Erbringung freistellungsfähiger Dienstleistungen gegenüber den institutionellen Kunden ist demgegenüber nicht an eine solche Voraussetzung geknüpft und kann unmittelbar und ohne die Vermittlung direkt durch einen Drittstaatenintermediär erbracht werden.

### 3.1.2.3. Voraussetzungen für die Freistellung

[44] Für die Anwendung von § 2 Abs. 4 KWG muss zunächst ein Institut gemäss § 1 Abs. 1b KWG – d.h. ein Kreditinstitut bzw. Finanzdienstleistungsinstitut – vorliegen. Der Wortlaut von § 2 Abs. 4 KWG fordert sodann, dass «das Unternehmen wegen der Art der von ihm betriebenen Geschäfte insoweit nicht der Aufsicht bedarf». Erforderlich ist daher, dass die BaFin das grundsätzlich bestehende Aufsichtsbedürfnis im Einzelfall verneint. Dies ist in der Regel nur dann der Fall, wenn das Unternehmen in seinem Herkunftsstaat von der dort zuständigen Behörde effektiv nach den *internationalen Standards* beaufsichtigt wird und die zuständige Behörde des Herkunftsstaates mit der BaFin befriedigend *zusammenarbeitet*.<sup>101</sup> Das antragstellende Unternehmen hat der BaFin eine Bescheinigung der zuständigen Herkunftsstaatbehörde vorzulegen, womit bestätigt wird, dass dem betreffenden ausländischen Unternehmen eine Erlaubnis für die Bankgeschäfte und/oder Finanzdienstleistungen erteilt wurde, die es grenzüberschreitend in Deutschland zu erbringen beabsichtigt. Zudem fordert die BaFin, dass das antragstellende Unternehmen einen *Empfangsbevollmächtigten* in Deutschland benennt.<sup>102</sup>

[45] Bei Drittstaatunternehmen setzt eine Freistellung schliesslich voraus, dass die BaFin deren Geschäft in Deutschland wegen der Aufsicht im Herkunftsstaat nicht zusätzlich beaufsichtigen muss. Dieses Erfordernis ist in § 2 Abs. 5 KWG geregelt. Voraussetzung hierfür ist, dass die BaFin davon überzeugt ist, dass es angesichts der Qualität der Aufsicht im Herkunftsland keiner zusätzlichen Aufsicht über die im Inland betriebenen Geschäfte bedarf. § 2 Abs. 5 KWG wurde im Zuge

---

<sup>98</sup> Als institutionelle Anleger gelten dabei nach Auffassung der BaFin: der Bund, die Bundesländer, kommunale Gebietskörperschaften und deren Einrichtungen, Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG, einschliesslich der Kapitalanlagegesellschaften im Sinne des § 2 Abs. 6 des Investmentgesetzes (InvG), private und öffentliche Versicherungsunternehmen und Kapitalgesellschaften im Sinne des § 267 Abs. 2 und Abs. 3 des Handelsgesetzbuches, vgl. BaFin Merkblatt (Fn. 84).

<sup>99</sup> BaFin Merkblatt (Fn. 84). Die Vermittlung gewährleistet die Geschäftsanbahnung; im Rahmen der sodann bestehenden Geschäftsbeziehung darf sich der Drittstaatenintermediär im Hinblick auf künftige Geschäfte direkt an die Kunden wenden.

<sup>100</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 467 und 480.

<sup>101</sup> Vgl. zum Ganzen HARALD GLANDER/YAPRAK AIRMAN, Auswirkungen des Brexit auf die deutsche Fondsindustrie und den Marktzugang von UK-Finanzdienstleistern, RdF 2019, S. 9; SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 201; BaFin Merkblatt (Fn. 84).

<sup>102</sup> BaFin Merkblatt (Fn. 84).



der neu eingeführten Freistellungsnorm gemäss § 91 WpHG eingeführt,<sup>103</sup> auf die weiter unten eingegangen wird.<sup>104</sup> Es handelt sich hierbei jedoch nicht um eine eigentliche materielle bzw. strukturelle Neuregelung, zumal § 2 Abs. 5 KWG vor dessen Einführung durch die BaFin bereits auf Basis von § 2 Abs. 4 KWG praktiziert wurde. Insofern dient der § 2 Abs. 5 KWG «nur» der ausdrücklichen Kodifizierung der bisherigen Praxis der Freistellung von Drittstaateninstituten, die grenzüberschreitend in Deutschland Bank- und Finanzgeschäfte tätigen wollen.<sup>105</sup> Mit dieser Ausnahmeregelung hat sich Deutschland gegen eine Pflicht zur Errichtung einer physischen Präsenz im Sinne der MiFID II-Vorgaben entschieden<sup>106</sup> und die Basis für das Freistellungsabkommen zwischen der Schweiz und Deutschland geschaffen.<sup>107</sup> Allfällige, bereits abgeschlossene «Memoranda of Understanding» (MoU) zu § 2 Abs. 4 KWG nehmen typischerweise nicht auf ein bestimmtes Schutzniveau Bezug und gewährleisten daher grundsätzlich auch für die Zwecke des § 2 Abs. 5 KWG eine hinreichende Kooperationsgrundlage.<sup>108</sup>

#### 3.1.2.4. Umfang der Freistellung

[46] Neben der Freistellung von der Bewilligungspflicht (§ 32 Abs. 1 KWG) kann die BaFin ein Institut im Rahmen von § 2 Abs. 4 KWG auch von der Einhaltung weiterer KWG-Vorschriften befreien.<sup>109</sup> Dazu gehören unter anderem Vorschriften über Eigenmittel und Liquidität (§§ 10–18 KWG). Die BaFin kann Drittlandintermediäre auch von besonderen Pflichten der Institute, ihrer Geschäftsleiter sowie der Finanzholding-Gesellschaften, der gemischten Finanzholding-Gesellschaften und der gemischten Holdinggesellschaften ausnehmen (§§ 24, 24a, 24c, 25, 25a bis 25e KWG). Ein Dispens kann sich auch auf die Vorschriften zum bargeldlosen Zahlungsverkehr, der Verhinderung von Geldwäsche, der Terrorismusfinanzierung und sonstigen strafbaren Handlungen zu Lasten der Institute beziehen (§§ 26–38 KWG). Letztlich kann die BaFin Drittlandinstitute auch von zahlreichen «Massnahmen in besonderen Fällen» (§§ 45, 46 bis 46c und 51 Abs. 1 KWG) befreien.

#### 3.1.2.5. Freistellungsverfahren

[47] Der Freistellungsantrag nach § 2 Abs. 4 KWG ist vom Unternehmen schriftlich bei der BaFin zu stellen. Dem Antrag sind grundsätzlich folgende Unterlagen beizufügen:

---

<sup>103</sup> § 91 N. 2 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mühlert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019; § 91 N. 1 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>104</sup> Vgl. unten, Rz. 53 ff.

<sup>105</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 478; IMM (Fn. 65), S. 213; § 91 N. 2 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mühlert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019. Differenzierend § 91 N. 1 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020, welcher statuiert, dass § 2 Abs. 5 den § 2 Abs. 4 ersetze. Richtigerweise handelt es sich m.E. jedoch nicht um einen Ersatz, sondern um eine Ergänzung.

<sup>106</sup> § 91 N. 2 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>107</sup> JOACHIM HOECK/HANS CHRISTIAN RÖHL, Die Herausforderung regulatorischer Vielfalt, ZVglRWiss 2018, S. 537; GLANDER/ARMAN (Fn. 101), S. 9.

<sup>108</sup> SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 204.

<sup>109</sup> Vgl. § 2 Abs. 4 KWG.

- Kopie des Gesellschaftsvertrages bzw. der Satzung;
- Nachweis der Registereintragung der Gesellschaft, soweit eine solche erforderlich ist;
- die letzten Jahresabschlussunterlagen inkl. aller damit im Zusammenhang stehenden Unterlagen (wie Lagebericht, Prüfungsbericht), soweit diese zu erstellen waren;
- Angaben zur Person des Antragstellers bzw. jedes Geschäftsleiters des antragstellenden Unternehmens (Vorstandsmitglied/Geschäftsführer): Name, sämtliche Vornamen, Geburtsname, Geburtsdatum und Ort, Wohnanschrift, Staatsangehörigkeit, Geburtsnamen der Eltern;
- eine Erklärung des Antragstellers bzw. jedes Geschäftsleiters des antragstellenden Unternehmens (Vorstandsmitglied/Geschäftsführer), ob gegen ihn ein Strafverfahren schwebt, ob ein Strafverfahren wegen eines Verbrechens oder Vergehens gegen ihn anhängig gewesen ist oder ob er oder ein von ihm geleitetes Unternehmen als Schuldner in ein Insolvenzverfahren oder ein Verfahren zur Abgabe einer eidesstattlichen Versicherung oder in vergleichbare Verfahren verwickelt war oder ist («Straffreiheitserklärung»);
- ausführliche Darlegung der beabsichtigten Geschäftstätigkeit, die insbesondere auch die Schilderung der konkreten Geschäftsabwicklung sowie des geplanten Marktauftritts in Deutschland und die Benennung der Kundenkreise, die angesprochen werden sollen, zu enthalten hat;
- zudem ist – soweit dies aufgrund der beabsichtigten Geschäftstätigkeit relevant ist – darzulegen, wie der Geld- und der Wertpapiertransfer abgewickelt wird;
- (Muster-)Vertragsformulare und (Muster-)Vereinbarungen, die bei der geplanten Geschäftstätigkeit im Inland Verwendung finden sollen;
- Benennung eines Empfangsbevollmächtigten im Inland;
- Bescheinigung der zuständigen Herkunftsstaatbehörde.<sup>110</sup>

[48] Allerdings wurde zwischen der BaFin und der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) im Rahmen der bestehenden Zusammenarbeit vereinbart, dass bei Schweizer Unternehmen, die der Aufsicht der FINMA unterliegen, auf die Einreichung der unternehmensbezogenen Unterlagen (Kopie des Gesellschaftsvertrags, Nachweis der Registereintragung, Jahresabschlussunterlagen und Straffreiheitserklärungen) verzichtet wird. Eine Freistellung gemäss § 4 Abs. 2 KWG ist kostenpflichtig und beträgt in der Regel 5'000 Euro.<sup>111</sup> Letztlich sei darauf verwiesen, dass es sich bei jedem Freistellungsverfahren um eine Einzelfallprüfung der BaFin handelt, bei der eine Gesamtbetrachtung der konkret vorliegenden Umstände vorgenommen wird.<sup>112</sup>

### 3.1.2.6. Verhältnis zwischen KWG-Freistellung und MiFIR-Drittlandregime

[49] Wenn eine Drittlandfirma nach Art. 46 MiFIR registriert wurde, dürfen die Mitgliedstaaten für die Drittlandfirma in den Bereichen, die durch die vorliegende MiFIR oder durch die MiFID II geregelt sind, keine zusätzlichen Anforderungen vorsehen. Auch dürfen sie Drittlandfirmen keine günstigeren Bedingungen als Firmen aus der Union gewähren.<sup>113</sup> Manche der Anforderungen, die im Rahmen von § 2 Abs. 5 KWG an eine Freistellung geknüpft werden (z.B.

---

<sup>110</sup> BaFin Merkblatt (Fn. 84).

<sup>111</sup> BaFin Merkblatt (Fn. 84).

<sup>112</sup> BaFin Merkblatt (Fn. 84).

<sup>113</sup> Art. 46 Abs. 3 MiFIR.

das Bestellen eines Empfangsbevollmächtigten),<sup>114</sup> gehen über die Anforderungen von Art. 46 MiFIR hinaus. Sofern eine sachliche und persönliche Überschreitung des Anwendungsbereichs des MiFIR-Drittlandregimes vorliegt, darf eine nationale Anforderung m.E. nicht an gemäss Art. 46 MiFIR im Register der ESMA eingetragene Drittlandfirmen gestellt werden.<sup>115</sup>

[50] Zudem sollte ein Freistellungsantrag gemäss § 2 Abs. 5 KWG nur dann verwehrt werden können, wenn für den entsprechenden Drittstaat ein Gleichwertigkeitsbeschluss ergangen ist, und der Freistellungsantrag in sachlicher und persönlicher Hinsicht nicht über den Anwendungsbereich von Art. 46 MiFIR hinausgeht.<sup>116</sup> D.h., dass ein Drittstaatenintermediär für das Privatkundensegment im Rahmen von § 2 Abs. 5 KWG auch dann noch freigestellt werden kann, wenn er im Register der ESMA eingetragen ist. Bzgl. der freizustellenden Tätigkeiten gilt, dass der Drittstaatenintermediär für die Erbringung von Finanzdienstleistungen, die keine Wertpapierdienstleistungen gemäss § 8 WpHG sind (Einlagen- und Depotgeschäft), auch nach einer Eintragung im ESMA-Register weiterhin von der Erlaubnispflicht freigestellt werden kann.<sup>117</sup>

[51] Liegt ein Gleichwertigkeitsbeschluss vor, statuieren die Übergangsbestimmungen der MiFIR, dass Drittlandfirmen in Übereinstimmung mit den nationalen Regelungen bis drei Jahre nach Annahme eines Beschlusses im Zusammenhang mit dem entsprechenden Drittland, nach Art. 47 MiFIR in den Mitgliedstaaten weiterhin Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten erbringen können.<sup>118</sup> Nach Ablauf der dreijährigen Übergangsfrist sind nicht registrierte Drittlandfirmen nicht dazu befugt, in der EU Dienstleistungen auf der Basis von nationalen Ausnahmeregelungen gegenüber professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien zu erbringen.<sup>119</sup> Gegenüber Privatkunden und gekorenen professionellen Kunden, die nicht von dem Regime der Art. 46 ff. MiFIR erfasst sind, können Drittstaatenintermediäre ihre Dienstleistungstätigkeit jedoch weiterhin auf nationale Freistellungen wie § 2 Abs. 5 KWG stützen.<sup>120</sup>

### 3.1.3. WpHG

#### 3.1.3.1. Organisations- und Wohlverhaltensvorschriften

[52] Das WpHG enthält Regelungen in Bezug auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen bzw. Wertpapiernebenleistungen<sup>121</sup> und statuiert hierfür umfangreiche Verhaltenspflichten, Organisationspflichten sowie Transparenzvorgaben.<sup>122</sup> § 1 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpHG besagt, dass grundsätzlich alle Organisations- und Wohlverhaltensvorschriften des WpHG (§§ 63 bis 96 WpHG) auf alle Handlungen und Unterlassungen im Ausland angewendet werden, welche im Inland angebotene Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen betreffen.<sup>123</sup> Im Rahmen von § 1 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpHG ist nicht erforderlich, dass die

---

<sup>114</sup> Vgl. oben, Rz. 44, 47.

<sup>115</sup> So auch AMMANN (Fn. 16), S. 481.

<sup>116</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 483.

<sup>117</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 483.

<sup>118</sup> Art. 54 Abs. 1 MiFIR.

<sup>119</sup> SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 199.

<sup>120</sup> SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 199 (Fn. 20).

<sup>121</sup> § 1 Abs. 1 Ziff. 1 WpHG.

<sup>122</sup> §§ 63 ff. WpHG.

<sup>123</sup> Darüber hinaus sind gemäss § 1 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpHG die §§ 54 bis 57 WpHG anwendbar.

Dienstleistung im Inland erbracht wird; es genügt vielmehr bereits, dass die Dienstleistung im Inland angeboten wird.<sup>124</sup>

### 3.1.3.2. Freistellungsfähigkeit

[53] Allerdings enthält auch das WpHG – ähnlich wie § 2 Abs. 4 und 5 KWG – eine Regelung, wonach die BaFin im Einzelfall bestimmen kann, dass auf ein Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat, das in Deutschland im Rahmen des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs gewerbmässig Wertpapierdienstleistungen erbringen will, gewisse WpHG-Vorschriften nicht anzuwenden sind (§ 91 WpHG). Diese Bestimmung wurde im Rahmen der Umsetzung von MiFIR und MiFID II in das WpHG eingeführt. Die Freistellung nach § 91 WpHG beschränkt sich auf die grenzüberschreitende Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäss § 2 Abs. 8 WpHG.

### 3.1.3.3. Umfang der Freistellung

[54] Die freistellungsfähigen Vorschriften erstrecken sich auf § 63 Abs. 2 WpHG (Informationspflichten), die §§ 72 bis 78 WpHG (Anforderungen Handelssysteme), § 80 Abs. 1 bis 6 sowie 9 bis 13 WpHG (Organisationspflichten), § 81 WpHG (Anforderungen Geschäftsleiter), § 84 WpHG (Anforderungen Vermögensverwahrung), § 85 WpHG (Anlageempfehlungen), § 86 WpHG (Anzeigepflichten) und § 87 Abs. 1 Satz 2 bis 4 und Abs. 3 bis 8 WpHG (Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung). Hierbei handelt es sich um eine Aufzählung, die deckungsgleich ist mit dem Umfang jener Normen, die nach § 90 Abs. 1 WpHG auch von Zweigstellen von Wertpapierhandelsunternehmen mit Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat nicht angewandt werden müssen.<sup>125</sup> Auf diesem Weg wird eine grundsätzliche Gleichstellung der Drittstaatenintermediäre mit vergleichbaren Intermediären aus anderen EU-Staaten hergestellt und einer Diskriminierung von Drittstaateninstituten vorgebeugt.

[55] Allerdings sei darauf hingewiesen, dass die Befreiung nach § 91 WpHG nicht sämtliche Organisationvorschriften betrifft. Namentlich bleiben etwa § 80 Abs. 7 WpHG (die unabhängige Honorar-Anlageberatung) und § 80 Abs. 8 WpHG (Weitergabe von Zuwendungen), § 83 WpHG (Aufzeichnung und Aufbewahrung) sowie § 87 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 WpHG (Qualifikation von Mitarbeitern) auf Drittstaatenintermediäre anwendbar.<sup>126</sup>

[56] Wie im Rahmen von § 4 Abs. 2 KWG handelt es sich auch bei § 91 WpHG um eine ermessensbasierte Einzelfallentscheidung der BaFin.<sup>127</sup>

---

<sup>124</sup> Im deutschen Schrifttum wird diese Norm unter dem Blickwinkel des völkerrechtlichen Territorialitätsprinzips kritisch aufgenommen. Zahlreiche Autoren sprechen sich daher für eine restriktive Auslegung von § 1 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpHG aus und setzen sich gegen die Anwendung deutscher Organisationsvorschriften auf Drittlandfirmen ein, vgl. SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 202. Vgl. dazu auch IMM (Fn. 65), S. 209.

<sup>125</sup> § 91 N. 9 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mühlbert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019.

<sup>126</sup> Vgl. dazu SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 202.

<sup>127</sup> IMM (Fn. 65), S. 220.

### 3.1.3.4. Verhältnis zwischen WpHG-Freistellung und MiFIR-Freistellung

[57] Der Regelungsgehalt von § 91 WpHG überschneidet sich partiell mit jenem der Art. 46 ff. MiFIR.<sup>128</sup> Wie im Rahmen der Ausführungen zu Art. 46 ff. MiFIR bereits erläutert, haben Mitgliedstaaten im Falle eines ausbleibenden bzw. verneinenden Beschlusses der Kommission die Möglichkeit, Drittlandfirmen zu gestatten, für in ihrem Hoheitsgebiet ansässige geeignete Gegenparteien oder professionelle Kunden Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten zusammen mit Nebendienstleistungen zu erbringen.<sup>129</sup> Dies bedeutet, dass Drittlandfirmen auch ohne Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission eine Möglichkeit zusteht, gegenüber professionellen Kunden oder geeigneten Gegenparteien in einzelnen Mitgliedstaaten (ohne Pass) tätig zu werden.<sup>130</sup>

[58] Anders als Art. 46ff. MiFIR beschränkt § 91 WpHG den Kundenkreis nicht ausdrücklich auf Geschäfte gegenüber geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden. Indem die Freistellung gemäss § 91 WpHG ihren Anwendungsbereich nicht auf ein bestimmtes Kundensegment festlegt, erfasst die WpHG-Freistellung als Marktzugangsform einen breiteren Kundenkreis als die Freistellung gemäss Art. 46ff. MiFIR.<sup>131</sup> Mangels einer anderslautenden Einschränkung im Wortlaut von § 91 WpHG muss namentlich davon ausgegangen werden, dass die WpHG-Freistellung Dienstleistungen sowohl gegenüber geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden als auch gegenüber Privatkunden erfasst.<sup>132</sup> Demgegenüber beschränkt sich Art. 46 ff. MiFIR, wie erwähnt, nur auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien.<sup>133</sup>

[59] Den Materialien des deutschen Bundestages zufolge bedeutet dies, dass hinsichtlich der Erbringung von Dienstleistungen gegenüber Gegenparteien und geborenen professionellen Kunden Art. 46 ff. MiFIR eine «Sonderregelung» darstellt.<sup>134</sup> Einem Antrag nach § 91 WpHG stehe daher regelmässig entgegen, «wenn bereits ein Antrag nach Art. 46 MiFIR – soweit dessen Anwendungsbereich reicht – gestellt wurde» und die BaFin hiervon Kenntnis erlangt habe.<sup>135</sup> Der Begriff «Sonderregelung» in den Gesetzesmaterialien warf vor Inkrafttreten der VO (EU) Nr. 2019/2033 («Investment Firm Review») die Frage auf, ob Art. 46 ff. MiFIR und § 91 WpHG in einem Ausschlussverhältnis zueinander stehen oder vielmehr frei nebeneinander angewandt werden können. Hierzu standen zwei mögliche Argumentationslinien im Vordergrund:

- Die Materialien hätten einerseits die Annahme rechtfertigen können, dass § 91 WpHG sich als unabhängige Regelung auf den grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr in Deutschland beschränkt, während Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welche grenz-

---

<sup>128</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 485.

<sup>129</sup> Art. 46 Abs. 4 UAbs. 5 MiFIR.

<sup>130</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 23 ff.

<sup>131</sup> § 91 N. 4, 6 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>132</sup> § 91 N. 6 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>133</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 7, 11.

<sup>134</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 18/10936, 250.

<sup>135</sup> Begr. RegE, BT-Drs. 18/10936, 250. Für eine Befreiung von WpHG-Vorschriften wird also vorausgesetzt, dass noch keine Befreiung nach Art. 46 ff. MiFIR beantragt wurde. Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass der Wortlaut von § 91 WpHG fordert, dass die BaFin eine Freistellung nur «Vorbehaltlich der Regelungen in Titel VIII der Verordnung (EU) Nr. 600/2014» bestimmen kann, vgl. dazu IMM (Fn. 65), S. 215.

überschreitend in allen Mitgliedstaaten tätig werden möchten, fakultativ die Registrierung nach Art. 46 ff. MiFIR wählen konnten.<sup>136</sup>

- Gegen ein solches Nebeneinander stand der potentielle Einwand, dass Art. 46 MiFIR den Wertpapierdienstleistungsverkehr von Drittlandfirmen gegenüber geeigneten Gegenparteien und professionellen Kunden (abschliessend) regelt und nur über Art. 46 Abs. 4 UAbs. 5 MiFIR (ausbleibender Beschluss der Kommission) eine individuelle Erlaubnis seitens des Mitgliedstaats vorgesehen ist.<sup>137</sup>

[60] Im Zusammenhang mit dieser Problematik war insbesondere fraglich, welche Auswirkungen ein allenfalls ausbleibender, ablehnender oder materiell beschränkter Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission auf ein Freistellungsverfahren im Rahmen von § 91 WpHG entfaltet.

[61] Für die Anwendbarkeit von § 91 WpHG hinsichtlich professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien selbst im Falle eines negativen Beschlusses durch die Kommission sprach jedoch bereits der Wortlaut der MiFIR-Erwägungen, wonach die Anwendung der nationalen Regelungen auch dann erfolgen soll, wenn kein Beschluss über die effektive Gleichwertigkeit gefasst wird («Kann kein Beschluss über die effektive Gleichwertigkeit gefasst werden, unterliegen die in der Union erbrachten Dienstleistungen von Drittlandfirmen den jeweiligen nationalen Regelungen»)<sup>138</sup> Davon musste zweifelsohne nicht nur ein ausbleibender, sondern auch ein negativer Entscheid mitumfasst sein,<sup>139</sup> weshalb davon auszugehen war, dass § 91 WpHG selbst im Falle eines negativen Beschlusses der Kommission anzuwenden ist.

[62] Die Ansicht wurde von einem überwiegenden Teil der deutschen Lehre geteilt. Diese anerkannte eine Eigenkompetenz der Mitgliedstaaten und überliess die Frage, ob im Einzelfall der Marktzugang einer Drittlandfirma, deren Rechtsregime durch die Kommission nicht als gleichwertig eingestuft worden ist, gewährt werden soll, den Mitgliedstaaten.<sup>140</sup> Eine Eigenkompetenz der Mitgliedstaaten akzentuiert nun auch der neue Art. 63 Ziff. 4 lit. c VO (EU) Nr. 2019/2033, wonach Mitgliedstaaten Drittlandfirmen nicht nur im Falle eines ausbleibenden oder nicht mehr gültigen Kommissionsbeschlusses, sondern auch dann, wenn eine betreffende Dienstleistung oder Tätigkeit vom Beschluss nicht umfasst ist, Zugang gewähren können.

[63] Das bedeutet, dass § 91 WpHG neben das Drittlandregime gemäss Art. 46 ff. MiFIR tritt und eine Freistellung auch dann noch möglich ist, wenn die Kommission einen u.U. negativen Gleichwertigkeitsbeschluss gefasst hat.<sup>141</sup>

---

<sup>136</sup> So bei § 91 N. 6 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>137</sup> Vgl. zur Rechtslage unter Art. 46 Abs. 4 UAbs. 5 MiFIR oben, S. 18 f.

<sup>138</sup> E. 41 MiFIR.

<sup>139</sup> So auch § 91 N. 8 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>140</sup> Vgl. bei § 91 N. 8 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>141</sup> Dies darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Ablehnung einer Anerkennung eines Drittstaates auf der «tatsächlichen Ebene» eine ausschlaggebende Bedeutung haben dürfte. Wenn namentlich die Gleichwertigkeit der Aufsicht für geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden als nicht ausreichend eingestuft werden sollte, kann oftmals auch nicht von einer ausreichenden Beaufsichtigung in Bezug auf Privatkunden ausgegangen werden, vgl. § 91 N. 13 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mülbart (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019.

### 3.1.3.5. Verhältnis zwischen KWG und WpHG-Freistellung

[64] Eine Freistellung gemäss § 91 WpHG kommt nur dann in Betracht, wenn zuvor bereits eine Freistellung gemäss § 2 Abs. 5 KWG erfolgte.<sup>142</sup> Eine Befreiung im Rahmen des KWG stellt mit anderen Worten eine Bedingung für eine Freistellung gemäss § 91 WpHG dar und beide Vorschriften sind als sich ergänzende Komplementärregeln anzusehen. Wäre nämlich ein Drittstaatenintermediär nicht nach § 2 Abs. 5 KWG dispensiert, bedürfte es einer KWG-Erlaubnis gemäss § 32 Abs. 1 KWG für die Erbringung von Dienstleistungen in Deutschland. Wie bereits dargelegt, müsste ein Drittstaatenintermediär hierfür eine Zweigniederlassung bzw. ein Tochterunternehmen in Deutschland gründen.<sup>143</sup> Der Anwendungsbereich von § 91 WpHG wäre in diesem Fall gar nicht eröffnet, da keine grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung mehr vorliegen würde.<sup>144</sup> Für eine Freistellung gemäss § 91 WpHG sind die für die Freistellung nach § 2 Abs. 5 KWG und die Gleichwertigkeitsentscheidung nach der MiFIR entwickelten Grundsätze heranzuziehen.<sup>145</sup> Dies ergibt sich aus dem äusserst ähnlichen Wortlaut und der ähnlichen Regelungsstruktur der §§ 91 WpHG und 2 Abs. 5 KWG.<sup>146</sup>

### 3.1.3.6. Voraussetzungen für Freistellung

[65] Für einen Dispens von WpHG-Vorschriften wird zunächst vorausgesetzt, dass ein Drittstaatenintermediär einen entsprechenden Antrag bei der BaFin einreicht. Sowohl der gestellte Antrag als auch die allenfalls gewährte Befreiung von der Einhaltung von WpHG-Vorschriften erstreckt sich nur auf grenzüberschreitende Tätigkeiten.<sup>147</sup> Antragsberechtigt sind Finanzdienstleistungsunternehmen mit Sitz ausserhalb der EU, die in Deutschland grenzüberschreitend gewerbsmässig Wertpapierdienstleistungen erbringen wollen. Da der Begriff der Wertpapierdienstleistung in § 91 WpHG nicht näher präzisiert wird, sind alle Wertpapierdienstleistungen im Sinne von § 2 Abs. 8 WpHG gegenüber Privatkunden erfasst.

[66] Eine weitere Voraussetzung besteht im Vorbehalt, dass das Unternehmen im Hinblick auf seine in Deutschland betriebenen Wertpapierdienstleistungen wegen seiner Aufsicht durch die Herkunftsstaatsbehörde nicht zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin bedarf.<sup>148</sup> Das Ausbleiben bzw. Nichtbedürfen einer Aufsicht muss sich insbesondere auf die Vorschriften beziehen, hinsichtlich derer die Befreiung beantragt wird. Findet in denjenigen Bereichen eine ausreichende Beaufsichtigung durch den Herkunftsstaat statt, und wird diese als wirksam eingestuft, liegen keine Anhaltspunkte dafür vor, dass die BaFin selbst tätig werden müsste. Für die Beurteilung der ausreichenden Beaufsichtigung im Herkunftsstaat ist sowohl die Gleichwertigkeit der Auf-

---

<sup>142</sup> SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 203; § 91 N. 11 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mühlert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019; § 91 N. 4 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020; IMM (Fn. 65), S. 213.

<sup>143</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 35 ff.

<sup>144</sup> IMM (Fn. 65), S. 213; § 91 N. 11 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mühlert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019; § 91 N. 4 WpHG-FETT, in: Eberhard Schwark/Daniel Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl., München 2020.

<sup>145</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 45 ff.

<sup>146</sup> IMM (Fn. 65), S. 218; SCHUSTER/PITZ/MATZEN (Fn. 65), S. 203.

<sup>147</sup> § 91 N. 10 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mühlert (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019.

<sup>148</sup> § 91 WpHG.

sicht als auch die Gleichwertigkeit der entsprechenden Vorschriften im Herkunftsstaat massgebend.<sup>149</sup>

### 3.1.4. Bilaterales Marktzugangsabkommen Schweiz-Deutschland

#### 3.1.4.1. Vereinfachtes Freistellungsverfahren

[67] In einem Briefwechsel vom 3. Juli/15. August 2013 zwischen der Schweiz und Deutschland zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Tätigkeiten im Finanzbereich haben die beiden Länder eine Intensivierung der grenzüberschreitenden Zusammenarbeit im Finanzbereich beschlossen.<sup>150</sup> Die Schweiz und Deutschland haben hierzu ein Memorandum zu verfahrensrechtlichen Aspekten grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzbereich abgeschlossen, welches ein vereinfachtes Freistellungsverfahren für schweizerische Banken in Deutschland optimiert.<sup>151</sup> Zur Konkretisierung des Memorandums haben die FINMA und die BaFin in diesem Bereich eine Ausführungsvereinbarung beschlossen, welche per 1. Januar 2014 in Kraft getreten ist. Der Briefwechsel zwischen der Schweiz und Deutschland inkl. Memorandum gilt nach Schweizer Recht als bilaterales, internationales Abkommen.<sup>152</sup>

[68] Im Zuge dieser Erleichterung können Schweizer Banken bei der BaFin einen Antrag auf Freistellung im vereinfachten Verfahren stellen. Wird dieser gewährt, so ist es schweizerischen Banken möglich, auch ohne Vermittlung eines in Deutschland bewilligten Kreditinstituts bzw. eines EWR-Kreditinstituts grenzüberschreitende Geschäftsbeziehungen in Deutschland anzubahnen.<sup>153</sup> Schweizer Banken müssen jedoch stets die relevanten deutschen Verbraucherschutzbestimmungen und Geldwäschebekämpfungsregeln einhalten. Die Einhaltung dieser Regelungen wird jährlich durch Schweizer Prüfgesellschaften geprüft. Unter Umständen wird eine Prüfung auch anhand von Vorortprüfungen vollzogen, die die BaFin unter bestimmten Voraussetzungen in Absprache mit der FINMA durch eine Schweizer Prüfgesellschaft anordnet.<sup>154</sup>

[69] Beabsichtigt eine Bank das vereinfachte Freistellungsverfahren zu nutzen, muss sie eine entsprechende Freistellung bei der BaFin beantragen. Mit diesem Antrag ist eine von der FINMA ausgestellte Bescheinigung einzureichen, dass dem betreffenden Schweizer Institut eine Erlaubnis für die Bankgeschäfte und/oder Finanzdienstleistungen erteilt wurde, die es grenzüberschreitend in Deutschland zu erbringen beabsichtigt.<sup>155</sup> Dabei besteht ein institutsspezifischer Ansatz: Der Marktzugang wird nur denjenigen Instituten gewährt, die sich den jeweils vereinbarten Auflagen und Bedingungen unterstellen. Diese umfassen zum einen dort die Einhaltung des deutschen Rechts zum grenzüberschreitenden Geschäft, wo das schweizerische Recht mit demjenigen

---

<sup>149</sup> § 91 N. 13 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mülbart (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019.

<sup>150</sup> Abrufbar unter <https://www.fedlex.admin.ch/eli/oc/2013/686/de> (abgerufen am 22. Februar 2021).

<sup>151</sup> Vgl. Ziff. 1 Memorandum zu verfahrensrechtlichen Aspekten grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzbereich, AS 2013 3678.

<sup>152</sup> FINMA-Mitteilung 54 (2014) 6. Januar 2014, S. 3, abrufbar unter <https://www.finma.ch/de/dokumentation/finma-aufsichtsmittelungen/> (abgerufen am 22. Februar 2021).

<sup>153</sup> FINMA-Mitteilung 54 (Fn. 152), S. 3, 4.

<sup>154</sup> FINMA-Mitteilung 54 (Fn. 152), S. 3, 5.

<sup>155</sup> Für weitere Einzelheiten im Zusammenhang mit dem vereinfachten Freistellungsverfahren vgl. FINMA-Mitteilung 54 (Fn. 152), S. 3 ff.



von Deutschland nicht gleichwertig ist. Zum anderen besteht ein spezielles Prüfregime, welches die Einhaltung des deutschen Rechts in diesem Bereich prüft.

#### 3.1.4.2. Verhältnis zu KWG- und WpHG-Freistellung

[70] Die Ausführungsvereinbarung zwischen der FINMA und der BaFin gilt grundsätzlich nicht für Banken in der Schweiz, die bereits gemäss den eingeschränkteren Marktzugangsregimes nach § 2 KWG oder § 91 WpHG freigestellt wurden bzw. eine solche Freistellung noch erhalten werden.<sup>156</sup> Dies bedeutet, dass die Freistellungsmöglichkeiten für Drittlandbanken im Verfahren gemäss KWG und WpHG durch das bilaterale Abkommen weiterhin möglich sind. Andererseits können Schweizer Banken die weitergehende Marktzugangsmöglichkeit nach der Ausführungsvereinbarung zwischen der FINMA und der BaFin in Anspruch nehmen.

[71] Im Unterschied zur Freistellung im Rahmen von § 2 Abs. 4 KWG bietet die Freistellung im Rahmen des bilateralen Abkommens die Chance, dass ein Intermediär aus der Schweiz Privatkunden ohne das Erfordernis eines Anbahnungsinstituts aktiv kontaktieren kann. Eine Schweizer Bank kann also auf Basis des bilateralen Abkommens etwa Werbeanlässe durchführen oder sich auf andere Weise aktiv um Neukunden in Deutschland bemühen.<sup>157</sup>

#### 3.1.5. Fazit

[72] Die Marktzugangsoptionen von Schweizer Intermediären nach Deutschland können folgendermassen zusammengefasst werden: Einerseits kann ein Schweizer Intermediär eine erlaubnispflichtige und rechtlich verselbstständigte Tochtergesellschaft in der EU gründen.<sup>158</sup> Diese hat den Vorteil, dass sie in den Genuss der Vorzüge eines vollen EU-Passes kommt, zumal eine vollständige Betriebsorganisation aufgezogen werden muss. Sodann kann ein Schweizer Intermediär eine rechtlich nicht selbstständige Zweigstelle in Deutschland gründen.<sup>159</sup> Das Tätigkeitsspektrum einer unselbstständigen Zweigstelle ist mangels EU-Pass auf das Gebiet Deutschlands beschränkt. Daneben steht einem Schweizer Intermediär die Möglichkeit offen, im Rahmen des Freistellungsverfahrens nach KWG und WpHG in Deutschland tätig zu werden. In diesem Fall kann ein durch die BaFin freigestellter Drittstaatenintermediär ohne die Errichtung einer Niederlassung in Deutschland Finanzdienstleistungen erbringen.<sup>160</sup> Eine Freistellung im vereinfachten Verfahren gemäss der Ausführungsvereinbarung zwischen der FINMA und der BaFin bildet eine weitere Gelegenheit, die Schweizer Intermediäre in Anspruch nehmen können.<sup>161</sup> Letztlich besteht – vorbehaltlich eines Äquivalenzbeschlusses im Rahmen von Art. 47 Abs. 1 MiFIR – die Möglichkeit, durch Registrierung im ESMA-Register Marktzugang zu erhalten.<sup>162,163</sup> Letztere Option ist jedoch auf professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien beschränkt. Eine

---

<sup>156</sup> In der Praxis der BaFin wird die Ausführungsvereinbarung jedoch parallel zur KWG- und WpHG-Freistellung zusammen mit einem Prüfregime in Form einer Auflage i.S.v. § 91 WPHG durch die BaFin auferlegt.

<sup>157</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 469.

<sup>158</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 39 f.

<sup>159</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 41.

<sup>160</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 45.

<sup>161</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 67 ff.

<sup>162</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 21.

<sup>163</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 473 f.

Freistellung im Zuge der MiFIR-Vorschriften würde im Unterschied zur Freistellung nach KWG und WpHG den Vorteil bieten, dass der Drittstaatenintermediär sich im Rahmen einer MiFIR-Freistellung nicht an die in der EU geltenden Verhaltensvorschriften halten muss, sondern Wertpapierdienstleistungen lediglich unter der Einhaltung der Verhaltensregeln seines Herkunftsstaats erbringen kann. Ein Schweizer Intermediär wird daher erst durch eine Kombination der MiFIR-Freistellung mit der Freistellung nach § 2 Abs. 5 KWG und § 91 WpHG in den Genuss einer erheblichen Liberalisierung im Bereich des aktiven grenzüberschreitenden Marktzugangs erhalten.<sup>164</sup>

## 3.2. Italien

### 3.2.1. Rechtsgefässe des italienischen Vermögensverwaltungsrechts

[73] In Italien regelt das Wertpapiergesetz «Testo Unico della Finanza» (TUF) Investmentgesellschaften und partiell Banken. Letztere werden zudem durch das italienische Bankgesetz «Testo Unico Bancario» (TUB) prudentiell erfasst. Das TUF gilt als «Gesamtgesetzeswerk», in welchem der italienische Gesetzgeber – im Unterschied zum deutschen Gesetzgeber – eine Regulierung schuf, welche die ganze Bandbreite der Wertpapierdienstleistungen inkl. der kollektiven Vermögensverwaltung erfasst.<sup>165</sup> Als Investmentgesellschaft wird nach italienischem Recht eine Gesellschaft qualifiziert, deren übliche Tätigkeit darin besteht, eine oder mehrere Wertpapierdienstleistungen an Dritte zu erbringen und/oder eine oder mehrere Anlagetätigkeiten gewerbsmässig durchzuführen.<sup>166</sup> Für die Definition einer Bank stellt das TUF auf Art. 1 Abs. 1 lit. b TUB ab, wonach Banken Gesellschaften sind, die zur Ausübung von Bankgeschäften befugt sind.<sup>167</sup> Als Bankgeschäfte gelten das gewerbsmässige, öffentliche Einsammeln von Kapital und die gewerbsmässige Gewährung von Krediten.<sup>168</sup>

[74] Vom Rechtsrahmen des TUF sind sowohl das Portfolio-Management («Gestione di portafogli») als auch die Anlageberatung («Consulenza in materia di investimenti») erfasst.<sup>169</sup> Weitere durch das TUF regulierte Tätigkeiten sind die Entgegennahme und Übermittlung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente und die Ausführung von Aufträgen im Auftrag von Kunden.<sup>170</sup> Darüber hinaus wird der Handel auf eigene Rechnung<sup>171</sup> und die Zeichnung von Finanzinstrumenten bzw. die Platzierung von Finanzinstrumenten im TUF geregelt.<sup>172</sup> Schliesslich statuiert das TUF auch Regeln für den Betrieb von «Multilateral-» und «Organised Trading Facilities» (MTF und OTF).<sup>173</sup>

---

<sup>164</sup> AMMANN (Fn. 16), S. 487.

<sup>165</sup> STEFANO LOMBARDO, Einige rechtsvergleichende Fälle zwischen Italien und Deutschland in den Harmonisierungsbestrebungen des europäischen Kapitalmarkts, in: Lars Klöhn/Sebastian Mock (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklungen und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, Berlin/Boston 2019, S. 1187.

<sup>166</sup> Art. 1 Ziff. 1 lit. d-quater TUF.

<sup>167</sup> Art. 1 Ziff. 1 lit. d-quinquies TUF i.V.m. Art. 1 Abs. 1 lit. b TUB.

<sup>168</sup> Art. 10 Abs. 1 TUB.

<sup>169</sup> Anhang I, Sektion A, Ziff. 4 und 5 TUF.

<sup>170</sup> Anhang I, Sektion A, Ziff. 1 und 2 TUF.

<sup>171</sup> Anhang I, Sektion A, Ziff. 3 TUF.

<sup>172</sup> Anhang I, Sektion A, Ziff. 6 und 7 TUF.

<sup>173</sup> Anhang I, Sektion A, Ziff. 8 und 9 TUF.

[75] Das TUF enthält auch Regelungen für gewisse Tätigkeiten, die im Sinne einer Nebendienstleistung erbracht werden können. Als Nebendienstleistungstätigkeiten gelten namentlich die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Kunden<sup>174</sup> sowie die Gewährung von Krediten oder Darlehen an einen Anleger zum Zwecke der Durchführung einer Transaktion mit einem oder mehreren Finanzinstrumenten.<sup>175</sup> Die Beratung von Unternehmen in Bezug auf ihre Kapitalstruktur und Strategie sowie damit verbundene Dienstleistungen im Zusammenhang mit Unternehmensfusionen zählen ebenfalls als Nebendienstleistungen im Sinne des TUF.<sup>176</sup> Ferner gelten Tätigkeiten auf den Devisenmärkten – sofern diese mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen verbunden sind – als Nebendienstleistungen gemäss TUF.<sup>177</sup> Weitere Nebendienstleistungen sind Investment Research Tätigkeiten und Finanzanalysen oder andere Formen allgemeiner Empfehlungen in Bezug auf Transaktionen mit Finanzinstrumenten.<sup>178</sup>

[76] Das TUF stellt für Wertpapierfirmen, die Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen erbringen, zahlreiche Wohlverhaltensregeln<sup>179</sup> sowie Sonderregelungen für die Portfolioverwaltung<sup>180</sup> und die Anlageberatung<sup>181</sup> auf.

[77] So ist ein Kunde bspw. auf Basis von Art. 24 Abs. 1 lit. a TUF dazu befugt, einer Wertpapierfirma im Zuge der Portfolioverwaltung verbindliche Anweisungen für die auszuführenden Operationen zu erteilen. Ebenso kommt ihm das Recht zu, jederzeit von seinem Vertrag zurückzutreten.<sup>182</sup>

[78] Der Kunde einer Anlageberatungstätigkeit muss namentlich darüber aufgeklärt werden, ob die Beratungstätigkeit unabhängig erfolgt.<sup>183</sup> Zudem hat der Kunde Anspruch auf Informationen darüber, ob die Anlageberatung auf einer umfassenden Marktanalyse der verschiedenen Arten von Finanzinstrumenten basiert und insbesondere, ob die Anlageberatung auf Finanzinstrumente beschränkt ist, die von Unternehmen ausgegeben werden, welche enge Beziehungen zum Dienstleister aufweisen.<sup>184</sup>

---

<sup>174</sup> Anhang I, Sektion B, Ziff. 1 TUF.

<sup>175</sup> Anhang I, Sektion B, Ziff. 2 TUF.

<sup>176</sup> Anhang I, Sektion B, Ziff. 3 TUF.

<sup>177</sup> Anhang I, Sektion B, Ziff. 4 TUF.

<sup>178</sup> Anhang I, Sektion B, Ziff. 5 TUF. Für eine vollständige Auflistung sämtlicher Nebendienstleistungstätigkeiten vgl. Anhang I, Sektion B TUF.

<sup>179</sup> Art. 21 ff. TUF.

<sup>180</sup> Art. 24 TUF.

<sup>181</sup> Art. 24-bis TUF.

<sup>182</sup> Art. 24 Abs. 1 lit. b TUF.

<sup>183</sup> Art. 24-bis Abs. 1 lit. a TUF.

<sup>184</sup> Art. 24-bis Abs. 1 lit. b TUF.

### 3.2.2. Aufsichtsstruktur in Italien

#### 3.2.2.1. Teilsektorale Finanzmarktaufsicht

[79] In Italien existiert keine integrierte Finanzmarktaufsicht.<sup>185</sup> Die Aufsicht über Banken fällt grundsätzlich in den Zuständigkeitsbereich der italienischen Zentralbank (Banca d'Italia).<sup>186</sup> Der Wertpapiersektor wird hingegen von der seit 1974 bestehenden «Commissione Nazionale per le Società e la Borsa» (CONSOB), d.h. der italienischen Börsenaufsicht, beaufsichtigt.<sup>187</sup> Diese hat die Rechtsnatur einer unabhängigen Verwaltungsbehörde («autorità amministrative indipendenti»)<sup>188, 189</sup> Die Aufsicht über das italienische Versicherungswesen erfolgt durch das «Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni» (IVASS);<sup>190</sup> italienische Pensionsfonds wiederum werden von der «Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione» (COVIP) beaufsichtigt.<sup>191</sup> Darüber hinaus besteht eine auf Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung fokussierte «Financial Intelligence Unit» (FIU), die bei der Banca d'Italia angegliedert ist.<sup>192, 193</sup>

[80] Obschon die Banca d'Italia und die CONSOB eigenständige Institutionen sind, üben sie ihre Aufsichtsbefugnisse über die bewilligten Intermediäre in übergreifender Zusammenarbeit aus:<sup>194</sup> Die Banca d'Italia nimmt dabei insbesondere Aufgaben im Bereich der Risikosteuerung sowie der Marktstabilität wahr,<sup>195</sup> während die CONSOB für die Markttransparenz und das Verhalten auf

---

<sup>185</sup> Dies im Unterschied zu anderen EU-Mitgliedstaaten, welche eine zentralisierte Aufsichtsstruktur implementierten (z.B. Deutschland, Österreich, das Vereinigte Königreich, Irland, Belgien, Liechtenstein oder die skandinavischen Länder). Gründe hierfür sind strukturelle und operationelle Entwicklungen auf den Finanzmärkten wie bspw. das Wachstum in der Anzahl von Finanzkonglomeraten, oder technische und funktionale Annäherungen im Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektor.

<sup>186</sup> Vgl. eingehend zum Aufbau, der Organisation und dem Tätigkeitsspektrum der Banca d'Italia FRANCESCO CAPRIGLIONE, *The Bank of Italy*, in: Domenico Siclari (Hrsg.), *Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision*, Hampshire 2015, S. 145 ff.

<sup>187</sup> Vgl. zur CONSOB als Wertpapieraufsichtsbehörde ENRICO MARIA CERVELLATI, *Financial Supervision in EU Countries*, S. 3 ff., abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=873064](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873064) (abgerufen am 24. März 2021); MIRELLA PELLEGRINI, *The role of Consob in the new EU financial system*, in: *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia* 2/2017, S. 174 ff.; ELENA MONACI, *Cooperation between supervisors in the Italian financial market*, in: *Journal of International Banking Regulation* Volume 5 Number 4, S. 324 ff.; MIRELLA PELLEGRINI/VITTORIO MIRRA, *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in: Domenico Siclari (Hrsg.), *Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision*, Hampshire 2015, S. 177 ff.

<sup>188</sup> Vgl. dazu PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 185.

<sup>189</sup> Zudem repräsentiert die CONSOB Italien bei der IOSCO (International Organization of Securities Commissions), der OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) sowie der WTO (World Trade Organization), vgl. PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 187.

<sup>190</sup> Vgl. dazu eingehend ENRICO GALANTI/PATRIZIA ROSATONE, *Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (Ivass)*, in: Domenico Siclari (Hrsg.), *Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision*, Hampshire 2015, S. 207 ff.

<sup>191</sup> Vgl. dazu RAFFAELE CAPUANO, *Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione (Covip)*, in: Domenico Siclari (Hrsg.), *Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision*, Hampshire 2015, S. 254 ff.

<sup>192</sup> Vgl. dazu ITALO BORELLO, *Financial Intelligence Unit (FIU)*, in: Domenico Siclari (Hrsg.), *Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision*, Hampshire 2015, S. 261 ff.

<sup>193</sup> Vgl. eingehend zur Eingliederung der italienischen Aufsichtsbehörden in die europäische Finanzmarktarchitektur, FEDERICA CACCIATORE, *Patterns of Networked Enforcement in the European System of Financial Supervision: What is the New Role for the National Competent Authorities?*, *European Journal of Risk Regulation*, 10/2019, S. 510 ff.

<sup>194</sup> Art. 5 Abs. 4 TUF.

<sup>195</sup> Art. 5 Abs. 2 TUF. Zudem erlässt die Banca d'Italia technische Regulierungsvorschriften und stellt deren Anwendung sicher. Vgl. eingehend zu den Aufsichtstätigkeiten der Banca d'Italia DOMENICO SICLARI, *Context, Specific Features and Potential Evolution of the Italian Banking and Financial Law*, in: Domenico Siclari (Hrsg.), *Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision*, Hampshire 2015, S. 5 ff.; MICHELE MIRAGLIA, *Supervision Forms: Obligation to Provide Information, Powers of Investigation and Interventi-*

dem Finanzmarkt zuständig ist.<sup>196</sup> Die CONSOB zielt also vornehmlich auf die Wahrung des Anlegerschutzes ab, während sich die Aufsichtsfunktion der Banca d'Italia hauptsächlich auf systemstabilitätsbezogene Bestimmungen bezieht.<sup>197</sup> Die Architektur der italienischen Finanzmarktaufsicht zeichnet sich demgemäss durch ein prinzipiell institutionelles Aufsichtssystem aus,<sup>198</sup> wobei im Wertpapiersektor eine Kompetenzteilung zwischen der Banca d'Italia und der CONSOB besteht.<sup>199</sup>

[81] Gemäss Art. 6 TUF müssen die Banca d'Italia und die CONSOB bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben besondere Grundsätze beachten. Dazu gehört etwa die Verbesserung der Entscheidungsautonomie der bewilligten Intermediäre<sup>200</sup> sowie die Beachtung des Verhältnismässigkeitsprinzips.<sup>201</sup> Ebenso haben die Banca d'Italia und die CONSOB den internationalen Charakter des Finanzmarktes anzuerkennen und dessen Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit zu fördern.<sup>202</sup> Sowohl die Banca d'Italia wie auch die CONSOB können durch Informationsaustausch und auf andere Weise mit den zuständigen Behörden aus Drittstaaten zusammenarbeiten.<sup>203</sup>

### 3.2.2.2. Tätigkeitsspektrum der CONSOB im Besonderen

[82] Die Bandbreite der Regulierungs- und Aufsichtsbefugnisse der CONSOB ist vielfältig. Einerseits überwacht und genehmigt sie Anlageberatungsdienstleistungen und prüft, ob eine ordnungsgemässe Unternehmens- und Organisationsstruktur bei Wertpapierfirmen gewährleistet ist. Gleichzeitig kann sie bspw. spezifische Verhaltensregeln oder Transparenzvorgaben statuieren und deren Einhaltung beaufsichtigen.<sup>204</sup>

[83] Die CONSOB hat auch spezifische Handlungsbefugnisse für den Fall, dass gesetzliche Vorschriften verletzt werden.<sup>205</sup> Insbesondere hat sie die Kompetenz, Tätigkeiten drittstaatlicher Investmentgesellschaften, Banken oder Vermögensverwalter, die in Italien Bank- oder Wertpapierdienstleistungen erbringen, und dabei gegen die Regeln des TUF verstossen, zu unterbinden.<sup>206</sup> Darüber hinaus kann die CONSOB drittstaatlichen Intermediären untersagen, neue Transaktionen durchzuführen oder spezifische Einschränkungen für Transaktionen statuieren, die einzelne

---

on, Regulatory Powers, in: Domenico Siclari (Hrsg.), Italian Banking and Financial Law Vol I. Supervisory Authorities and Supervision, Hampshire 2015, S. 91 ff.

<sup>196</sup> Art. 5 Abs. 3 TUF. Vgl. dazu eingehend SICLARI (Fn. 195), S. 5; MIRAGLIA (Fn. 195), S. 94 ff.

<sup>197</sup> SICLARI (Fn. 195), S. 5; MIRAGLIA (Fn. 195), S. 95. Diese Aussage lässt sich freilich dahingehend präzisieren, als dass die Sicherstellung der Stabilität von Banken und Intermediären ultimativ auch den Anlegerschutz begünstigt.

<sup>198</sup> Dem institutionellen Ansatz zufolge entscheidet der Hauptgeschäftsbereich eines Intermediärs, welche Aufsichtsbehörde für seine Aufsicht zuständig ist, vgl. ANDREAS KANARIS MIYASHIRO, Supervisory Bodies in the Italian Banking System, Moral Cents Vol. 6 Issue 2, Summer/Fall 2017, S. 16.

<sup>199</sup> MIYASHIRO (Fn. 198), S. 17.

<sup>200</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. a TUF.

<sup>201</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. b TUF. Unter Verhältnismässigkeit wird verstanden, dass die Aufsichtstätigkeit zur Erreichung des angestrebten Zieles angemessen ist, und die Interessen der beaufsichtigten Intermediäre dabei geringstmöglich beeinträchtigt werden, vgl. Art. 6 Abs. 1 lit. b TUF.

<sup>202</sup> Art. 6 Abs. 1 lit. d TUF; vgl. zum Ganzen MIRAGLIA (Fn. 195), S. 96.

<sup>203</sup> Art. 4 Abs. 3 TUF. Die Zusammenarbeit zwischen der Banca d'Italia und der CONSOB wird in entsprechenden Memoranda of Understanding detailliert. Vgl. eingehend zur Kooperation zwischen den italienischen Aufsichtsbehörden MONACI (Fn. 187), S. 326 f.

<sup>204</sup> So ist es bspw. die CONSOB, die Prospekte kollektiver Kapitalanlagen auf ihre Vollständigkeit prüft und genehmigt, vgl. PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 190.

<sup>205</sup> Eingehend zu den Sanktionsmöglichkeiten der CONSOB vgl. PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 193 ff.

<sup>206</sup> PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 189.

Dienstleistungen oder Aktivitäten umfassen.<sup>207</sup> Schliesslich fällt auch die Prüfung der italienischen Finanzmarktregulierung auf ihre Europakompatibilität in den Zuständigkeitsbereich der CONSOB.<sup>208</sup> Dabei wirkt sie bei der Anpassung der italienischen Finanzmarktgesetzgebung an die Entwicklung des europäischen Rahmens mit und leistet dem Ministerium für Wirtschaft und Finanzen technische Unterstützung.<sup>209</sup>

### 3.2.3. Bewilligungspflicht für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen

[84] Die öffentliche und gewerbsmässige Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch eine Wertpapierfirma bedarf stets einer Bewilligung durch die CONSOB, welche eine Bewilligung innert sechs Monaten nach Konsultation mit der Banca d'Italia ausspricht.<sup>210</sup> Die CONSOB ist zuständig für die Regelung des Bewilligungsverfahrens von Wertpapierfirmen<sup>211</sup> und trägt Wertpapierfirmen in ein hierfür vorgesehenes Register ein.<sup>212,213</sup>

[85] Die CONSOB kann nach Konsultation mit der Banca d'Italia die Bewilligung für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen widerrufen, wenn die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen um mehr als sechs Monate unterbrochen zurückliegt.<sup>214</sup> Ein Widerruf ist auch möglich, wenn die Bewilligung durch eine rechtswidrige Methode erschlichen wurde.<sup>215</sup> Ebenso droht ein Widerruf der Bewilligung, wenn die Bewilligungsvoraussetzungen nicht mehr vorliegen.<sup>216</sup>

### 3.2.4. Regelung grenzüberschreitender Sachverhalte

[86] Grundsätzlich können Nicht-EU-Banken im Rahmen von Art. 16 Abs. 4 TUB in Italien tätig werden, ohne in Italien Zweigstellen errichten zu müssen. Allerdings wird für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch Banken gegenüber Privatkunden seit der italienischen Umsetzung der MiFID II im Jahr 2018 auf die einschlägigen Vorschriften im TUF verwiesen, welches im dritten Kapitel grenzüberschreitende Sachverhalte («Operatività transfrontaliera») sowohl für Banken wie auch für Nichtbanken regelt. Drittlandfirmen («impresa di paesi terzi») definiert das TUF als Gesellschaften ohne Sitz oder Geschäftsführung in der EU, deren Tätigkeit derjenigen einer EU-Wertpapierfirma oder einer EU-Bank entspricht und die Wertpapierdienstleistungen erbringt.<sup>217</sup>

---

<sup>207</sup> PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 189 f.

<sup>208</sup> PELLEGRINI/MIRRA (Fn. 187), S. 190.

<sup>209</sup> Vgl. zur Rolle der CONSOB bei der Umsetzung der MiFID II/MiFIR-Vorschriften CONSOB Annual Report 2019, abrufbar unter <https://www.consob.it/documents/46180/46181/ar2019.pdf/02c506f7-8812-469b-839e-f4549ef33819> (abgerufen am 29. März 2021), S. 73 f.

<sup>210</sup> Art. 19 Abs. 1 TUF. Das TUF definiert die Kriterien der Gewerbsmässigkeit und Öffentlichkeit nicht.

<sup>211</sup> Art. 19 Abs. 3 TUF.

<sup>212</sup> Art. 20 Abs. 1 TUF.

<sup>213</sup> Zu den Bewilligungsvoraussetzungen von italienischen Wertpapierfirmen vgl. FRANCESCO GUARRACINO, Financial Intermediaries in Investment Services or Activities, in: Domenico Siclari (Hrsg.), Italian Banking and Financial Law Vol II. Intermediaries and Markets, Hampshire 2015, S. 44 ff.

<sup>214</sup> Art. 20-bis Ziff. 2 lit. a TUF.

<sup>215</sup> Art. 20-bis Ziff. 2 lit. b TUF.

<sup>216</sup> Art. 20-bis Ziff. 2 lit. c TUF.

<sup>217</sup> Art. 1 Ziff. 1 lit. g TUF.

### 3.2.4.1. Drittstaatenintermediäre, die keine Banken sind

#### a. Privatkunden

[87] Im Rahmen von Art. 28 Abs. 3 TUF hat der italienische Gesetzgeber vom durch den Art. 39 MiFID II gewährten Wahlrecht Gebrauch gemacht<sup>218</sup> und die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen durch Nichtbanken gegenüber Privatkunden an die Einrichtung einer Zweigstelle geknüpft. Eine Zweigniederlassung profitiert nicht von einem europäischen Pass und ist folglich nur zu Dienstleistungen auf italienischem Gebiet befugt.<sup>219</sup>

[88] Die Zweigniederlassung eines Finanzintermediärs, der keine Bank ist, wird durch die CONSOB nach Rücksprache mit der Banca d'Italia genehmigt.<sup>220</sup> Die Zweigniederlassungsgenehmigung unterliegt zahlreichen Voraussetzungen.<sup>221</sup> Bezweifelt die CONSOB, dass eine Zweigniederlassung die einschlägigen TUF-Vorschriften oder unmittelbar anwendbare EU-Vorschriften tatsächlich erfüllen kann, wird die Bewilligung verweigert.<sup>222</sup>

[89] Zunächst muss eine Zweigniederlassung die Anforderungen gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. d und f TUF erfüllen.<sup>223</sup> Demnach genehmigt die CONSOB die Ausübung von Wertpapierdienstleistungen nur, wenn sie in Einklang mit den RTS (Regulatory Technical Standards) und ITS (Implementing Technical Standards) der MiFID II folgende Bedingungen erfüllt:

- Das Mindestkapital der Zweigniederlassung muss in der Höhe vorliegen, wie es durch die Banca d'Italia festgelegt wird,<sup>224</sup> und
- diejenigen Personen, die Direktions-, Verwaltungs- und Kontrollfunktionen ausüben, müssen für die Ausübung ihrer Funktion geeignet sein.<sup>225</sup>

[90] Sodann ist die Zweigniederlassung dazu verpflichtet, alle notwendigen Informationen einschliesslich einer Umschreibung der beabsichtigten Tätigkeiten, welche die Art der erbrachten Wertpapierdienstleistungen und die Organisationsstruktur der Zweigstelle veranschaulicht, der CONSOB zu übermitteln.<sup>226</sup> Überdies ist erforderlich, dass das antragsstellende Institut in seinem Herkunftsstaat über eine Genehmigung für die in Italien erbrachten Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen verfügt. Die Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes muss zudem der Einhaltung der FATF-Empfehlungen bzgl. Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung Rechnung tragen.<sup>227</sup>

---

<sup>218</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 8.

<sup>219</sup> CONSOB Warning Notice n. 3/20 of March 26, 2020, abrufbar unter [https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/other-regulatory-measures/documenti/english/resolutions/notice\\_20200326\\_03.htm](https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/other-regulatory-measures/documenti/english/resolutions/notice_20200326_03.htm) (abgerufen am 1. März 2021).

<sup>220</sup> Art. 28 Abs. 1 TUF.

<sup>221</sup> Vgl. dazu GUARRACINO (Fn. 213), S. 47 ff.

<sup>222</sup> Art. 28 Abs. 2 TUF.

<sup>223</sup> Art. 28 Abs. 1 lit. a TUF.

<sup>224</sup> Art. 19 Abs. 1 lit. d TUF.

<sup>225</sup> Art. 19 Abs. 1 lit. f TUF. Die Voraussetzungen für die Eignung werden in Art. 13 TUF normiert, wonach die Personen insbesondere Anforderungen an Professionalität, Integrität und Unabhängigkeit erfüllen müssen, und über die Kompetenz und die erforderliche Zeit für eine effektive Ausführung ihrer Aufgaben verfügen, vgl. Art. 13 Abs. 2 TUF.

<sup>226</sup> Art. 28 Abs. 1 lit. b TUF.

<sup>227</sup> Art. 28 Abs. 1 lit. c TUF.

[91] Die Anforderungen an die Errichtung einer Zweigniederlassung setzen ferner Kooperationsvereinbarungen zwischen der Banca d'Italia, der CONSOB und der zuständigen Drittstaatenbehörde voraus. Diese müssen Bestimmungen zum Informationsaustausch enthalten und die Marktintegrität und den Anlegerschutz gewährleisten.<sup>228</sup> Eine Zweigniederlassungserrichtung setzt zudem das Bestehen eines Abkommens zwischen Italien und dem entsprechenden Drittstaat voraus, welches den Standards nach Art. 26 des Musterabkommens der OECD zur Vermeidung von Doppelbesteuerung von Einkommen und Vermögen entspricht und einen wirksamen Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten (inkl. multilateralen Steuerabkommen) gewährleistet.<sup>229</sup> Sofern Zweigniederlassungen nicht einem gleichwertigen drittstaatlichen Vergütungssystem unterstehen, müssen diese ein anerkanntes Vergütungssystem einhalten, das auf die in Italien ausgeübte Tätigkeit beschränkt ist.<sup>230</sup> Die Banca d'Italia überprüft, ob die Gleichwertigkeit der Vergütungssysteme, an die sich die in Italien tätigen Zweigniederlassungen halten, gegeben ist.<sup>231</sup>

#### **b. Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien**

[92] Die Qualifikation als professioneller Kunde oder geeignete Gegenpartei in Italien orientiert sich an der Kundensegmentierung gemäss Art. 30 Ziff. 2 sowie dem Anhang II MiFID II. Zu den professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien gehören namentlich Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften und sonstige zugelassene oder nach EU-Recht oder den italienischen Rechtsvorschriften einer Aufsicht unterliegenden Finanzinstitute wie auch Versicherungsgesellschaften und Organismen für gemeinsame Anlagen (Fonds) sowie ihre Verwaltungsgesellschaften.<sup>232</sup>

[93] Zu den bewilligungsfähigen Dienstleistungen eines Drittstaatenintermediärs an professionelle Kunden zählen neben der Anlageberatung insbesondere auch die Portfolioverwaltung, die Ausführung von Aufträgen im Namen des Kunden, die Platzierung von Finanzinstrumenten und der Betrieb von Handelsplattformen.<sup>233</sup>

[94] Hinsichtlich der grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen gegenüber professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien regelt Art. 28 Abs. 6 TUF, dass Drittstaatenintermediäre, die keine Banken sind, die Möglichkeit haben, grenzüberschreitend präsenzlos tätig zu werden. Dies gilt jedoch nur, wenn kein Äquivalenzentscheid i.S.v. Art. 47 MiFIR ergangen ist bzw. ein solcher keine Geltung mehr hat. Die Dienstleistungsfreiheit wird von der CONSOB nach Rücksprache mit der Banca d'Italia genehmigt.<sup>234</sup> Dabei wird vorausgesetzt, dass die soeben dargelegten Anforderungen gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. b-e TUF auch im Zuge der Dienstleistungen gegenüber professionellen Kunden gegeben sind. Der Drittstaatenintermediär muss zudem ein Programm einreichen, aus dem die beabsichtigten Dienstleistungen, die in Italien erbracht werden

---

<sup>228</sup> Art. 28 Abs. 1 lit. d TUF.

<sup>229</sup> Art. 28 Abs. 1 lit. e TUF.

<sup>230</sup> Art. 28 Abs. 1 lit. f i.V.m. Art. 60 Abs. 2 TUF.

<sup>231</sup> Art. 60 Abs. 2 TUF; vgl. dazu FRANCESCO (Fn. 213), S. 48 f.

<sup>232</sup> Allegato 3, Regolamento intermediari CONSOB, adottato con delibera n. 20307 del 15. febbraio 2018.

<sup>233</sup> Allegato I, TUF.

<sup>234</sup> CONSOB Warning Notice n. 3/20 (Fn. 219).



sollen, hervorgehen (Geschäftsmodell).<sup>235</sup> Mangels einer Äquivalenzentscheidung der Kommission müssen Drittstaatenintermediäre – auch wenn sie im Rahmen dieser Dienstleistungsfreiheit tätig sind – die nationalen Vorschriften einhalten und bei der CONSOB eine Genehmigung für die Dienstleistungserbringung in Italien beantragen.<sup>236</sup>

#### **3.2.4.2. Drittstaatenbanken**

##### **a. Privatkunden**

[95] Möchte eine in einem Drittstaat domizilierte Bank in Italien Wertpapierdienstleistungen an Privatkunden erbringen, statuiert Art. 29-ter Abs. 3 TUF eine Pflicht zur Einrichtung einer Zweigstelle in Italien. Diese wird von der Banca d'Italia nach Rücksprache mit der CONSOB genehmigt, wobei die Voraussetzungen, welche auf Nichtbankenintermediäre aus Drittländern Anwendung finden,<sup>237</sup> auch bei Drittstaatenbanken berücksichtigt werden.<sup>238</sup> Analog zur Regelung bei grenzüberschreitenden Wertpapierdienstleistungen durch Nichtbanken verweigert die CONSOB auch bei Banken die Bewilligung, wenn nicht garantiert ist, dass eine Zweigniederlassung die einschlägigen TUF-Vorschriften oder unmittelbar anwendbare EU-Vorschriften tatsächlich erfüllen kann.<sup>239</sup> Das Bewilligungsverfahren der Banca d'Italia zur Gründung einer Zweigniederlassung wird in einer Ausführungsregulierung detailliert beschrieben.<sup>240</sup>

##### **b. Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien**

[96] Entsprechend der Regelung für die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen gegenüber professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien durch Drittstaatenintermediäre, die keine Banken sind, gewährt Art. 29-ter Abs. 6 TUF auch für Drittstaatenbanken die Möglichkeit einer grenzüberschreitenden präsenzlosen Tätigkeit. Auch bei Banken kommt diese Option nur in Frage, sofern kein Gleichwertigkeitsentscheid i.S.v. Art. 47 MiFIR vorliegt bzw. ein solcher keine Geltung mehr hat. Um von einem Zweigstellenerfordernis absehen zu können, müssen auch hier die Bedingungen gemäss Art. 28 Abs. 1 lit. b-e TUF vorliegen.<sup>241</sup> Zudem muss die Drittstaatenbank ein Programm einreichen, aus welchem die beabsichtigten Dienstleis-

---

<sup>235</sup> Art. 28 Abs. 6 TUF.

<sup>236</sup> CONSOB Warning Notice n. 3/20 (Fn. 219).

<sup>237</sup> Art. 28 TUF; vgl. dazu oben, Rz. 87 ff.

<sup>238</sup> Art. 29-ter Abs. 1 TUF.

<sup>239</sup> Art. 29-ter Abs. 2 TUF.

<sup>240</sup> Vgl. Circolare n. 285, Parte I, Titolo I, Capitolo 7, Sezione II (Primo insediamento die succursali e uffici di rappresentanza), Sezione VII (Esercizio di servizi e attività di investimento tramite stabilimento di succursale), abrufbar unter <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Circ-285-Rist-int-34-agg.pdf> (abgerufen am 12. März 2021). Die Ausführungsregulierung differenziert insbesondere die Sachlage, in der eine Drittlandbank bereits eine Niederlassung in Italien hat. In diesem Fall sind die Anforderungen und das Bewilligungsverfahren für alle weiteren Zweigniederlassungen vereinfacht. Die Beurteilung der Erfüllung der einschlägigen Anforderungen wird gesamthaft für alle Niederlassungen der Drittlandbank gemacht, vgl. Circolare n. 285, Parte I, Titolo I, Capitolo 7, Sezione III (Succursali e uffici di rappresentanza di banche extracomunitarie già insediate in Italia).

<sup>241</sup> Art. 29-ter Abs. 6 TUF; vgl. dazu oben, Rz. 94.

tungen, die in Italien erbracht werden sollen, hervorgehen (Geschäftsmodell).<sup>242</sup> Die Genehmigung wird von der Banca d'Italia nach Rücksprache mit der CONSOB ausgesprochen.<sup>243</sup>

[97] Hinzu kommt die bisher kaum erprobte Möglichkeit, dass Drittlandfirmen eine Auslagerung von Tätigkeiten an eine in Italien bewilligte Investmentgesellschaft «società di intermediazione mobiliare» (SIM) vornehmen können.<sup>244</sup> Dies geht aus einer Mitteilung der CONSOB hervor, wonach Wertpapierfirmen aus dem Vereinigten Königreich entweder eine Zweigniederlassung in Italien errichten oder ihr Geschäft an eine hierfür bewilligte italienische SIM transferieren können. Eine auf diesem Weg bestellte italienische Investmentgesellschaft kann ihre Dienste wiederum grenzüberschreitend in Drittländern erbringen.<sup>245</sup>

### 3.2.5. Dialog mit Italien

[98] Im Februar 2015 unterzeichneten die Schweiz und Italien eine Roadmap bzgl. Finanz- und Steuerangelegenheiten. Im Anhang wurde vereinbart, dass Italien und die Schweiz Ansätze zur Verbesserung des grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungsgeschäfts weiter prüfen werden. Eine Verbesserung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen sollte auf einer verstärkten Zusammenarbeit zwischen den jeweiligen Finanzmarktaufsichtsbehörden beruhen. Die Schweiz erklärte in diesem Zusammenhang ihre Bereitschaft, eine bessere administrative Unterstützung und bessere Informationen für die CONSOB und die Banca d'Italia zu gewährleisten.<sup>246</sup> Die schweizerischen und italienischen Behörden sollten auf Basis dieser Roadmap weiterhin mögliche Lösungen zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen untersuchen. Im Rahmen der Prüfung von Möglichkeiten zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungserbringung sollte gemäss der Roadmap auch die Entwicklung der vertraglichen Beziehungen zwischen der Schweiz und der EU eine Rolle spielen. Ein besonderes Augenmerk lag dabei auf der Regelung des Personenverkehrs im Nachgang der Volksinitiative «Gegen Masseneinwanderung» vom 14. Februar 2021.<sup>247</sup>

### 3.2.6. Status Quo

[99] Wie soeben dargelegt, wurde die im italienischen Finanzmarktrecht vorgesehene Bewilligungsmöglichkeit für grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen gegenüber Privatkunden im Zuge der Umsetzung der MiFID II in Italien aufgehoben und mit einem zwingenden

---

<sup>242</sup> Art. 29-ter Abs. 6 TUF.

<sup>243</sup> Die Bewilligung kann unter Auflagen erteilt werden, vgl. Art. 29-ter Abs. 7 TUF. Die Banca d'Italia hat zudem eine detaillierte Ausführungsregulierung erlassen, vgl. Banca d'Italia, Circolare n. 285, Disposizioni di vigilanza per banche, Parte I, Titolo I, Capitolo 7, Sezione VII, Numero 2 (Esercizio di servizi e attività di investimento senza stabilimento), abrufbar unter <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/aggiornamenti/Circ-285-Rist-int-34-agg.pdf> (abgerufen am 12. März 2021).

<sup>244</sup> Vgl. zur Definition einer Investmentgesellschaft Art. 1 Abs. 1 lit. e TUF, der Investmentgesellschaften als Wertpapierfirmen definiert, welche zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten in Italien bewilligt sind.

<sup>245</sup> Vgl. dazu CONSOB Comunicazione n. 8/20del 23-7-2020, abrufbar unter [https://www.consob.it/documents/46180/46181/c20200723\\_08.pdf/56bf2a74-6a3f-4fed-bd59-835fc2750055](https://www.consob.it/documents/46180/46181/c20200723_08.pdf/56bf2a74-6a3f-4fed-bd59-835fc2750055) (abgerufen am 30. März 2021).

<sup>246</sup> Roadmap on the Way Forward in Fiscal and Financial Issues between Italy and Switzerland, abrufbar unter <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/38401.pdf> (abgerufen am 1. März 2021), S. 7.

<sup>247</sup> Zudem sollten auch abgeschlossene bilaterale Verträge zwischen der Schweiz und anderen Mitgliedstaaten in die Prüfung miteinfließen, vgl. Roadmap on the Way Forward in Fiscal and Financial Issues between Italy and Switzerland (Fn. 246), S. 7.

Zweigniederlassungserfordernis ersetzt.<sup>248</sup> Damit bleibt die grenzüberschreitende Marktzugangsmöglichkeit heute einzig für Bankdienstleistungen (und zwar generell für private wie auch für professionelle Kunden) und die Vermögensverwaltung mit professionellen Kunden bestehen.

### 3.3. Frankreich

#### 3.3.1. Rechtsgefässe des französischen Vermögensverwaltungsrechts

[100] In Frankreich reguliert der «Code Monétaire et Financier» (CMF) als übergreifender Rechtsakt das Bank- und Versicherungsgeschäft. Der CMF enthält eine Reihe von einzelnen «Büchern». Diese sind in das französische Währungssystem,<sup>249</sup> Finanz- und Sparprodukte,<sup>250</sup> Bank- und Finanzdienstleistungen,<sup>251</sup> Märkte,<sup>252</sup> Bank- und Wertpapierdienstleister,<sup>253</sup> Bank- und Finanzinstitute<sup>254</sup> und letztlich auf spezifische Übersee-Bestimmungen<sup>255</sup> unterteilt.

[101] Zu Beginn des Jahres 2018 wurde mit der Umsetzung der MiFID II in Frankreich das Marktzugangsregime für Wertpapierdienstleistungen aus Drittländern neu gestaltet, wobei im Jahr 2019 weitere Ergänzungen vorgenommen wurden.<sup>256</sup> Letztere betrafen den Umstand, dass die erwähnte Neuregelung sowohl auf Wertpapierfirmen als auch auf Banken anwendbar ist.

#### 3.3.2. Aufsichtsstruktur in Frankreich

[102] In Frankreich existieren zwei Aufsichtsbehörden, die für die Genehmigung und Überwachung von Finanzinstituten und Finanzprodukten zuständig sind. Dies sind einerseits die «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» (ACPR) sowie andererseits die «Autorité des Marchés Financiers» (AMF). Die Aufteilung der Aufsichtskompetenzen zwischen der ACPR und der AMF lässt sich folgendermassen umschreiben:

[103] Die ACPR regelt in erster Linie den Banken- und Versicherungssektor in Frankreich. Sie genehmigt Finanzinstitute gemäss den einschlägigen Finanzmarktvorschriften und ist für die laufende Überwachung der Finanzintermediäre zuständig.<sup>257</sup> Die AMF hingegen reguliert vornehmlich Produkte auf den französischen Finanzmärkten. Sie gewährleistet das ordnungsgemässe Funktionieren der Märkte für Finanzinstrumente, stellt zu diesem Zweck auch eigene Regu-

---

<sup>248</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 87 ff.

<sup>249</sup> Livre I CMF: La monnaie (Art. L111-1 – L171-3).

<sup>250</sup> Livre II CMF: Les produits (Art. L211-1 – L232-1).

<sup>251</sup> Livre III CMF: Les services (Art. L311-1 – L361-2).

<sup>252</sup> Livre IV CMF: Les marchés (Art. L411-1 – L466-1).

<sup>253</sup> Livre V CMF: Les prestataires de services (Art. L500-1 – L574-6).

<sup>254</sup> Livre VI CMF: Les institutions en matière bancaire et financière (Art. L611-1 – L642-3).

<sup>255</sup> Diese finden auf Überseegebiete wie Guadeloupe, Guyana, Martinique, Reunion Island, Mayotte etc. Anwendung, vgl. Livre VII CMF: Régime de l'outre-mer (Art. L711-1 – L773-1).

<sup>256</sup> Vgl. dazu das Décret n° 2019-655 du 27 juin 2019 pris en application de l'article L. 532-48 du code monétaire et financier, abrufbar unter <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/LEGITEXT000038699405/2019-06-29/#LEGI-TEXT000038699405> (abgerufen am 9. März 2021) sowie LOI n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (1), abrufbar unter <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/LEGIARTI000038497832/2019-05-24#LEGIARTI000038497832> (abgerufen am 9. März 2021).

<sup>257</sup> Vgl. Art. L612-1 ff. CMF.

lierungen auf und kooperiert mit den zuständigen Behörden anderer Staaten.<sup>258</sup> Für Wertpapierfirmen ist grundsätzlich die ACPR zuständig, wobei die AMF Nebenkompetenzen (z.B. bei der Genehmigung des Geschäftsplanes) wahrnimmt.<sup>259</sup>

### 3.3.3. Bewilligungspflicht für die Erbringung von Finanzdienstleistungen

#### 3.3.3.1. Banken

[104] Vor der Ausübung ihrer Tätigkeit müssen sowohl Banken – d.h. Kreditinstitute<sup>260</sup> – als auch andere Finanzinstitute<sup>261</sup> in Frankreich eine Genehmigung erhalten.<sup>262</sup> Unternehmen, die keine Kredit- oder Finanzgesellschaften im Sinne des CMF sind, ist es untersagt, gewerbsmässig Finanz- und Bankgeschäfte durchzuführen.<sup>263</sup> Dies gilt auch für die Zweigniederlassungen von Drittstaateninstituten, die gemäss Art. L511-10 Abs. 1 CMF als Institute definiert werden, welche ihren Hauptverwaltungssitz in einem Staat haben, der weder Mitglied der EU noch des EWR ist.<sup>264</sup> Die Genehmigung muss bei der ACPR beantragt werden, welche diese innert maximal sechs Monaten ausspricht oder ablehnt.<sup>265</sup>

#### 3.3.3.2. Wertpapierfirmen

[105] Auch Wertpapierfirmen bedürfen für die gewerbsmässige Erbringung von Wertpapierdienstleistungen eine Genehmigung. Als Wertpapierdienstleistungen gelten insbesondere das Portfoliomanagement, die Anlageberatung sowie die Übermittlung von Aufträgen Dritter.<sup>266</sup> Unternehmen, die weder Wertpapierdienstleister noch Drittstaatenintermediäre im Sinne des CMF sind, ist es untersagt, in Frankreich gewerbsmässig Wertpapierdienstleistungen zu erbringen.<sup>267</sup> Die ACPR beachtet bei der Genehmigung von Wertpapierfirmen zahlreiche Kriterien:

- Der Sitz einer Wertpapierfirma muss in Frankreich liegen, und das Geschäft muss effektiv in Frankreich geführt werden.
- Die Geschäftstätigkeit muss effektiv von mindestens zwei Personen durchgeführt werden, deren Bildung und Erfahrung nachgewiesen wurde.
- Die Rechtsform hat für die vorgeschlagene Wertpapierdienstleistung geeignet zu sein.

---

<sup>258</sup> Vgl. Art. L621-1 ff. CMF.

<sup>259</sup> Vgl. <https://acpr.banque-france.fr/en/autorisation/banking-industry-procedures/licensing-authorisation-and-registration/investment-firm> (abgerufen am 8. März 2021).

<sup>260</sup> Als Kreditinstitute gelten gemäss Art. L511-1 Abs. 1 CMF Unternehmen, deren Tätigkeit darin besteht, auf eigene Rechnung und gewerbsmässig Mittel entgegenzunehmen und Darlehen zu gewähren.

<sup>261</sup> Die Definition eines Finanzunternehmens ergibt sich aus Art. L511-1 Abs. 1 CMF i.V.m. Art. L511-21 Abs. 4 CMF. Demnach bezeichnet ein Finanzinstitut eine Gesellschaft, deren Haupttätigkeit darin besteht, Beteiligungen zu erwerben oder eine oder mehrere der in Ziff. 2-12 und Ziff. 15 Anhang I CRD IV genannten Tätigkeiten auszuführen. Darunter fallen die Entgegennahme von Einlagen und sonstigen rückzahlbaren Geldern (Ziff. 1 Anhang I CRD IV), aber auch die Portfolioverwaltung und -beratung (Ziff. 11 Anhang I CRD IV) sowie die Wertpapieraufbewahrung und -verwaltung (Ziff. 12 Anhang I CRD IV).

<sup>262</sup> Art. L511-10 Abs. 1 CMF.

<sup>263</sup> Art. L511-5 CMF.

<sup>264</sup> Vgl. auch Art. L511-13 CMF.

<sup>265</sup> Art. L511-10 Abs. 1 Unterabsatz 3 CMF.

<sup>266</sup> Vgl. die vollständige Aufzählung unter Art. L321-1 i.V.m. Art. L211-1 CMF.

<sup>267</sup> Art. L531-10 CMF.

- Es ist ein Geschäftsplan für jede der vorgeschlagenen Dienstleistungen einzureichen und gegebenenfalls ein durch die AMF genehmigtes Betriebsprogramm für das Portfoliomanagement oder die Anlageberatung anzufertigen.
- Die Mitglieder der Geschäftsleitung müssen Gewährsanforderungen sowie Erfahrung und Sachkenntnis sowohl einzeln als auch als Gremium gemeinsam erfüllen.
- Gefordert werden auch ein ausreichendes Anfangskapital und angemessene finanzielle Ressourcen für die beabsichtigten Dienstleistungen.
- Ebenso ist die Identität der direkten und indirekten Aktionäre sowie die Grösse ihrer Beteiligung an der Wertpapierfirma bekanntzugeben.<sup>268</sup>

### 3.3.4. Wertpapierdienstleistungen durch Drittstaatenintermediäre

[106] Der CMF enthält auch Vorschriften zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen durch Drittstaatenintermediäre. Dabei bezeichnet Art. L532-47 Abs. 1 CMF Wertpapierdienstleister aus Drittstaaten als Gesellschaften, die, wenn sich ihre Hauptverwaltung oder ihr Hauptsitz in der EU befände, entweder ein Kreditinstitut wären, das Wertpapierdienstleistungen erbringt/ Investitionstätigkeiten ausübt oder eine Wertpapierfirma wären.<sup>269</sup>

[107] Beabsichtigt ein Drittstaatenintermediär auf dem französischen Hoheitsgebiet Wertpapierdienstleistungen an professionelle Kunden, geeignete Gegenparteien oder Privatkunden zu erbringen, so muss zu diesem Zweck in Frankreich eine Zweigniederlassung gegründet werden.<sup>270</sup>

[108] Eine Zweigniederlassungsgründung ist an zahlreiche Voraussetzungen geknüpft, deren Einhaltung durch die ACPR geprüft wird. Gefordert wird namentlich, dass die Dienstleistungen, für die ein Drittlandunternehmen eine Genehmigung beantragt, im jeweiligen Herkunftsstaat ebenso einer ordnungsgemässen Genehmigung und Aufsicht untersteht.<sup>271</sup> Sodann muss das Drittlandunternehmen, dessen Zweigniederlassung eine Genehmigung in Frankreich beabsichtigt, im Herkunftsstaat zu den jeweils beantragten Dienstleistungen berechtigt sein. Ferner wird gefordert, dass das Unternehmen im Herkunftsstaat Verpflichtungen untersteht, die denen des EU-Rechts zur Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung entsprechen.<sup>272</sup>

[109] Überdies wird gefordert, dass zwischen der AMF und der zuständigen Behörde im Herkunftsstaat Kooperationsvereinbarungen geschlossen werden, die Bestimmungen über den Informationsaustausch zur Wahrung der Marktintegrität und dem Anlegerschutz beinhalten.<sup>273</sup> Des Weiteren hat eine Zweigniederlassung über ein Anfangskapital zu verfügen, welches durch das französische Wirtschaftsministerium festgelegt wird.<sup>274</sup> Die Verwaltung der Zweigniederlas-

---

<sup>268</sup> Vgl. zum Ganzen <https://acpr.banque-france.fr/en/autorisation/banking-industry-procedures/licensing-authorisation-and-registration/investment-firm> (abgerufen am 8. März 2021).

<sup>269</sup> Art. L532-47 Abs. 1 CMF.

<sup>270</sup> Dies gilt auch für die Domizile Guadeloupe, Guyana, Martinique, Reunion, Mayotte oder Saint-Martin, vgl. Art. L532-48 Abs. 1 CMF.

<sup>271</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 1 CMF.

<sup>272</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 1 CMF.

<sup>273</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 2 CMF.

<sup>274</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 3 CMF.

sung muss von mindestens zwei Personen wahrgenommen werden, die den Bestimmungen von Art. L533-25 CMF genügen.<sup>275</sup>

[110] Auch wird vorausgesetzt, dass zwischen dem Herkunftsstaat des Drittlandunternehmens und Frankreich ein Abkommen zur Bekämpfung von Steuerbetrug und Steuerhinterziehung geschlossen wurde, und es sich beim entsprechenden Drittstaat nicht um einen nicht kooperativen Staat im Sinne der französischen Steuergesetzgebung handelt.<sup>276</sup> Letztlich muss sich die Zweigniederlassung dem Einlagensicherungs- und Investorenschutzsystem gemäss Art. L322-1 CMF angeschlossen haben.<sup>277</sup>

[111] Die Genehmigung einer Zweigniederlassung in einem Drittland kann von der ACPR zurückgezogen werden. Dies geschieht insbesondere dann, wenn die Bedingungen, unter denen eine Zweigniederlassung ihre Genehmigung erhalten hat, nicht mehr vorliegen oder wenn die Zweigstelle ihre Genehmigung nicht innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten in Anspruch genommen hat. Dasselbe gilt, wenn sie die Genehmigung aufgrund falscher Angaben oder auf unrechtmässige Weise erhalten hat. Mit einem Genehmigungswiderruf können durch die ACPR Disziplinarstrafen angeordnet werden.<sup>278</sup>

### 3.3.5. Lokalitätsbedingte Ausnahmen

[112] Der CMF statuiert einige wenige lokalitätsbedingte Ausnahmen, die Schweizer Intermediären jedoch kaum dienen dürften. Zum einen sind sog. Finanzinvestitionsberater («Les conseillers en investissements financiers») betroffen. Dabei handelt es sich um natürliche Personen, die zur Erbringung bestimmter Wertpapierdienstleistungen berechtigt sind, wozu insbesondere die Anlageberatung gemäss Art. L321-1 CMF zählt.<sup>279</sup> Finanzinvestitionsberater können von der Zulassung durch die Aufsichtsbehörde befreit werden, wenn sie ihren Wohnsitz in Frankreich haben oder in Frankreich ansässig sind.<sup>280</sup>

[113] Eine weitere Ausnahme gilt für Vermittler bei Bankgeschäften und Zahlungsdiensten («Les intermédiaires en opérations de banque et en services de paiement»). Auch diese sind von einer Genehmigungspflicht ausgeschlossen. Vermittler bei Bankgeschäften und Zahlungsdiensten dürfen jedoch keine Bankdienstleistungen erbringen.<sup>281</sup>

### 3.3.6. Fazit zum Marktzugang in Frankreich

[114] Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass faktisch jedes drittstaatliche Unternehmen, welches Finanzdienstleistungen in Frankreich ausüben möchte, von der französischen Re-

---

<sup>275</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 4 CMF. Demnach müssen sie über einen guten Ruf, die erforderlichen Fachkenntnisse und Fähigkeiten sowie die nötige Erfahrung verfügen, die für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind, vgl. Art. L533-25 CMF.

<sup>276</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 5 CMF.

<sup>277</sup> Art. L532-48 Abs. 2 Ziff. 6 CMF.

<sup>278</sup> Wird der Hauptsitz der Zweigniederlassung in seinem Herkunftsland zudem Gegenstand einer Liquidationsmassnahme, ordnet die französische Aufsichtsbehörde an, die Zweigniederlassungsgenehmigung zu widerrufen, vgl. Art. L532-52 CMF.

<sup>279</sup> Vgl. die gesamte Auflistung unter Art. L541-1 CMF.

<sup>280</sup> Art. L541-2 CMF.

<sup>281</sup> Vgl. dazu Art. L519-1 ff. CMF.

gulierungsbehörde ACPR eine Erlaubnis einholen muss, welche die Erbringung der Dienstleistungen in Frankreich nur nach Errichtung einer Zweigniederlassung genehmigt. Dies gilt für Dienstleistungen sowohl gegenüber professionellen Kunden als auch gegenüber Privatkunden. Da die MiFIR – wie bereits mehrfach erwähnt – die Natur einer direkt anwendbaren Verordnung aufweist,<sup>282</sup> wäre im Falle eines erfolgten Äquivalenzbeschlusses der Kommission die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien nicht mehr an ein Zweigniederlassungserfordernis gebunden.

#### 4. Gesamtwürdigung

[115] Die einleitenden Ausführungen zu den sekundärrechtlichen Grundlagen des Drittstaatenzugangs für Wertpapierdienstleistungen im EU-Finanzmarktrecht haben gezeigt, dass man auf europäischer Ebene eine strenge Regulierung für Anbieter aus Drittstaaten erlassen hat,<sup>283</sup> welche nicht selten dem Vorwurf des Protektionismus<sup>284</sup> und der «extremen Komplexität»<sup>285</sup> ausgesetzt wird. Dabei sei jedoch darauf hingewiesen, dass auch in der Schweiz eine Bewilligungspflicht zur Errichtung einer Zweigniederlassung entsteht, wenn in der Schweiz Personen beschäftigt werden, die für ein ausländisches Finanzinstitut dauernd und gewerbsmässig tätig sind.<sup>286</sup> Der Marktzugang in die Schweiz weist jedoch insofern eine liberalere Beschaffenheit auf, als zum einen die Bewilligungsvoraussetzungen zur Gründung einer Zweigniederlassung weniger streng sind als die von der MiFID II vorgesehenen Kriterien,<sup>287</sup> und zum anderen Vertretungen ausländischer Finanzinstitute in der Schweiz keine Zweigniederlassungen gründen müssen. Wenn ein ausländisches Finanzinstitut hierzulande Personen beschäftigt, die ein Finanzinstitut dauernd und gewerbsmässig in der Schweiz oder von der Schweiz aus vertreten, namentlich indem diese Personen ihm Kundenaufträge weiterleiten oder es zu Werbe- oder anderen Zwecken vertreten, wird hierfür «lediglich» eine Bewilligung der FINMA benötigt.<sup>288</sup>

[116] Eine Vertretung darf nicht die Tätigkeit eines Finanzinstituts ausüben, sondern muss sich auf reine Vertretungsaufgaben beschränken. Allerdings legt Art. 82 lit. a FINIV fest, dass eine Vertretung die FIDLEG-Bestimmungen einhalten muss, wenn sie Finanzdienstleistungen i.S.v. Art. 3 lit. c FIDLEG erbringt (Erwerb oder die Veräusserung von Finanzinstrumenten; Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben; Vermögensverwaltung; Anlageberatung<sup>289</sup> oder die Gewährung von Krediten für die Durchführung von Geschäft-

---

<sup>282</sup> Vgl. dazu oben Fn. 5.

<sup>283</sup> So auch SETHE (Fn. 24), S. 139.

<sup>284</sup> QUAGLIA (Fn. 9), S. 170; BAHAR/NEDWED (Fn. 7), S. 619; NINA ARQUINT/RUPERT SCHAEFER, Die Rolle von Finanzmarktaufsichtsbehörden beim «Marktzugang» und die Praxis der FINMA, DDE – Dossiers de Droit Européen Band/Nr. 31, Services financiers: Suisse et Union européenne 2016, S. 265; THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Compliance-Anforderungen für Schweizer Asset Manager alternativer Investmentfonds, SZW 2018, S. 513.

<sup>285</sup> So SETHE (Fn. 23), S. 630.

<sup>286</sup> Art. 52 Abs. 1 FINIG i.V.m. Art. 76 FINIV. Zur Pflicht ausländischer Kundenberater, d.h. derjenigen natürlichen Personen, die im Namen eines Finanzdienstleisters oder selbst als Finanzdienstleister Finanzdienstleistungen erbringen (Art. 3 lit. e FIDLEG), sich in ein Beraterregister eintragen zu lassen, vgl. Art. 28 FIDLEG i.V.m. Art. 31 ff. FIDLEV.

<sup>287</sup> Vgl. Art. 53 FINIG i.V.m. 77 FINIV mit Art. 39 Abs. 2 MiFID II.

<sup>288</sup> Vgl. Art. 58 FINIG.

<sup>289</sup> Im Falle der Anlageberatung besteht zudem die Eintragungspflicht in das Beraterregister nach Art. 28 FIDLEG. Vgl. auch Fn. 257.

ten mit Finanzinstrumenten). Daraus erhellt, dass ausländische Finanzinstitute durchaus über die Möglichkeit verfügen, in der Schweiz Finanzdienstleistungen zu erbringen, ohne hierfür eine Zweigniederlassung gründen zu müssen.

[117] Immerhin haben die europäischen Erlassorgane den Mitgliedstaaten einen gewissen Umsetzungsspielraum bei der nationalstaatlichen Ausgestaltung des Drittstaatenzugangs gewährt. Dieser besteht in einer Entscheidungsfreiheit der Mitgliedstaaten bzgl. einem Zweigniederlassungserfordernis für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gegenüber Privatkunden.<sup>290</sup> Obschon es den Mitgliedstaaten selbst überlassen ist, den drittstaatlich-grenzübergreifenden Wertpapierdienstleistungsverkehr individuell zu regeln, hat sich eine beträchtliche Anzahl der EU-Staaten für ein rigides Zweigniederlassungserfordernis entschieden. Neben Italien und Frankreich gehören dazu bspw. auch Österreich,<sup>291</sup> Spanien<sup>292</sup> oder Luxemburg.<sup>293</sup>

[118] Der Grund hierfür liegt vornehmlich in der Befürchtung, dass eine Marktöffnung gegenüber (potentiell) weniger streng regulierten bzw. beaufsichtigten drittstaatlichen Mitbewerbern eine Situation hervorrufen würde, in der EU-Marktteilnehmer unseriöse Angebote aus Drittstaaten erhalten könnten.<sup>294</sup> Dies betrifft namentlich das besonders vulnerable Privatkundensegment. Die Vorteile einer Marktöffnung (Produktvielfalt, Liquidität und Innovation) wurden bei der Ausgestaltung des Marktzuganges weniger stark gewichtet.

[119] Einzig Deutschland hat einen Mittelweg gewählt. Da sich Deutschland durch die Ausnahmeregelung in § 2 Abs. 5 KWG gegen eine Pflicht zur Errichtung einer physischen Präsenz im Inland entschieden hat, steht Schweizer Instituten hier die Möglichkeit offen, im Rahmen des Freistellungsverfahrens nach KWG und WpHG ohne die Errichtung einer Zweigniederlassung aktiv Wertpapierdienstleistungen zu erbringen.<sup>295</sup> Mit § 91 WpHG hat der deutsche Gesetzgeber zudem eine Norm geschaffen, die nicht unmittelbar der Umsetzung europäischer Vorgaben dient, sondern der Schaffung einer vergleichbaren Aufsicht für Drittstaatenintermediäre, die nachvollziehbar vergleichbaren Voraussetzungen unterstehen.<sup>296</sup>

[120] Von diesem Sonderfall abgesehen, verfügt die Schweiz trotz zielgerechter Kompatibilitäts politik im Bereich der grenzüberschreitenden Wertpapierdienstleistung nach wie vor nicht über die erstrebten Marktzugänge.<sup>297</sup> Dies zeigt einmal mehr, dass die von der EU gewährten Marktzugangsmöglichkeiten bislang «in praxi» nur in den seltensten Fällen auch zu einem tatsächlichen

---

<sup>290</sup> Art. 39 ff. MiFID II, vgl. dazu oben, Rz. 8.

<sup>291</sup> Vgl. § 21 Abs. 1 Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG), BGBl. I Nr. 107/2017, wonach eine Drittlandfirma, «die die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder die Ausübung von Anlagetätigkeiten mit oder ohne Nebentätigkeiten für Privatkunden oder für professionelle Kunden im Sinne von Anhang II Abschnitt 2 der Richtlinie 2014/65/EU in Österreich beabsichtigt» in Österreich eine Zweigstelle errichten muss.

<sup>292</sup> Art. 171 Abs. 2 Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Dessen englische Übersetzung ist auf der Webpage der spanischen Aufsichtsbehörde abrufbar unter [https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/realdecreto/rld\\_4\\_en\\_rev.pdf](https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/realdecreto/rld_4_en_rev.pdf) (abgerufen am 10. März 2021).

<sup>293</sup> Art. 32-1(2) Law of 5 April 1993 on the financial sector (LFS), abrufbar unter [https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/files/Lois\\_reglements/Legislation/Lois/L\\_050493\\_lfs\\_upd270218.pdf](https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/files/Lois_reglements/Legislation/Lois/L_050493_lfs_upd270218.pdf) (abgerufen am 10. März 2021); Circular CSSF 20/743, abrufbar unter [https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/cssf20\\_743eng.pdf](https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/cssf20_743eng.pdf) (abgerufen am 10. März 2021).

<sup>294</sup> Hinzu kommen die Gründe des System- und Funktionsschutzes sowie das Bestreben Aufsichts- und Regulierungsarbitrage zu vermeiden (race to the bottom), vgl. KÜPPERS (Fn. 8), S. 130 f.; SETHE (Fn. 24), S. 139.

<sup>295</sup> Vgl. dazu oben, Rz. 42 ff. und Rz. 52 ff.

<sup>296</sup> So § 91 N. 1 WpHG-DÖHMEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider/Peter O. Mülbart (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl., Köln 2019.

<sup>297</sup> Vgl. dazu SCHÄREN/JUTZI (Fn. 2), S. 238 f.



Marktzugangserfolg führten. Obschon das europäische Sekundärrecht keinen «Filialzwang» vorsieht, sehen sich in der Schweiz domizilierte Finanzintermediäre derzeit in weiten Teilen einem Zweigniederlassungserfordernis ausgesetzt. Insbesondere fehlen nach wie vor bilaterale Marktzutrittsvereinbarungen mit wichtigen EU-Mitgliedstaaten wie Frankreich und Italien. Hier wurden in den letzten Jahren trotz unterschiedlichen Anstrengungen keine Fortschritte erzielt.<sup>298</sup> Dies ist insofern stossend, als der europäische Markt bisher zum Schwerpunkt des Exportgeschäfts der Schweizer Banken und Vermögensverwalter gehörte.<sup>299</sup> Im Bereich der grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung sind insbesondere das Private Banking und das Asset Management elementar, wobei Frankreich den weltweit 5. Platz und Italien den weltweit 9. Platz in der Anzahl an «High-net-worth individuals» (HNWI) belegt.<sup>300</sup>

[121] Die beiden bisherigen Strategien im EU-Marktzugangsdossier (1. Abschluss von bilateralen Verträgen mit EU-Mitgliedstaaten, deren Markt bedeutsam ist und 2. Schaffung einer EU-äquivalenten Regulierung in denjenigen Bereichen, in denen die Wahrung oder Eröffnung des Marktzutritts für die Schweiz erstrebenswert ist)<sup>301</sup> ermöglichten in Bezug auf die grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistung im Privatkundensegment nach Italien und Frankreich keinen Erfolg.

[122] Im Sinne einer Randbemerkung sei letztlich darauf hingewiesen, dass die Schweiz mit dem FIDLEG und dem FINIG ein Aufsichtsrecht verabschiedet hat, welches dem der EU möglichst gleichwertig sein sollte. Insbesondere die mit den Äquivalenzvorschriften des MiFIR-Drittlandregimes geschaffenen Marktzugangsmöglichkeiten im Segment der professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien stehen jedoch in einer rechtspolitischen Sackgasse. Dies, zumal noch immer kein Gleichwertigkeitsbeschluss der Kommission ergangen ist, und bevor überhaupt eine Äquivalenzanerkennung unter Art. 47 MiFIR erfolgen konnte, im Rahmen der jüngsten MiFIR-Revision bereits eine Verschärfung des Äquivalenzverfahrens implementiert wurde.<sup>302</sup> Aus gewissen Kreisen wird gar die Forderung nach deutlich anspruchsvolleren Regeln laut.<sup>303</sup> Diese Ausgangslage steht sinnbildlich für die Gesamtsituation der europäischen Finanzmarktpolitik mit Blick auf den Drittstaatenmarktzugang: Erst in fünf von insgesamt dreizehn (möglichen) Verfahren mit Passrechten gibt es einen Äquivalenzentscheid der europäischen Behörden.

---

<sup>298</sup> Vgl. auch Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, Beirat Zukunft Finanzplatz Dezember 2019, S. 19.

<sup>299</sup> Kunden aus dem EU-Raum lassen ca. 1'000 Mrd. CHF von Banken in der Schweiz verwalten. Das EU-Geschäft beschäftigt in der Schweiz ca. 20'000 Mitarbeitende und generiert Steuereinnahmen von ca. 1.5 Mrd. CHF pro Jahr, vgl. Hintergrundpapier der SBVg vom Juni 2019, Marktzugang für Schweizer Banken, S. 1.

<sup>300</sup> Capgemini World Wealth Report 2020, abrufbar unter <https://www.capgemini.com/nl-nl/wp-content/uploads/sites/7/2020/07/World-Wealth-Report-WWR-2020.pdf> (abgerufen am 29. März 2021), S. 8. Unter HNWI werden diejenigen Personen gefasst, die über ein investierbares Vermögen von über 1 Mio. USD verfügen. Vgl. eingehend zu Italien als Private Banking und Asset Management Standort VALERIA VENTURELLI, Private Banking and Asset Management in Italy, in: Stefano Cosma/Elisabetta Gualandri (Hrsg.), *The Italian Banking System. Impact of the Crisis and Future Perspectives*, Hampshire 2012, S. 170 ff.

<sup>301</sup> Hinzu kommt der Dialog mit der EU über den Marktzutritt, um die Äquivalenzverfahren transparenter zu gestalten und die vertiefte Abklärung über die Möglichkeiten eines Finanzdienstleistungsabkommens mit der EU, vgl. Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, Beirat Zukunft Finanzplatz Dezember 2019, S. 17.

<sup>302</sup> Vgl. etwa Art. 17a VO (EU) 2019/2033 vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010, (EU) Nr. 575/2013, (EU) Nr. 600/2014 und (EU) Nr. 806/2014, ABL L 314/1 vom 5. Dezember 2019.

<sup>303</sup> Vgl. dazu den Brief des ESMA-Vorsitzenden an Valdis Dombrovskis, Vice-President in charge of Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union European Commission abrufbar unter [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2018-esma35-36-1442-ipisc\\_uk\\_withdrawal\\_from\\_the\\_eu\\_letter.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2018-esma35-36-1442-ipisc_uk_withdrawal_from_the_eu_letter.pdf) (abgerufen am 11. März 2021); Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, Beirat Zukunft Finanzplatz Dezember 2019, S. 19.

---

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

Der Autor dankt Frau BLaw Julia Blattmann für die kritische Durchsicht und die wertvollen Hinweise.