

Simon Schären | Thomas Jutzi

Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext

Der Einfluss des europäischen Rechts
auf die Schweizer Finanzmarktregulierung
unter besonderer Berücksichtigung
der Europakompatibilität

Schären | Jutzi

**Schweizer Finanzmarktrecht
im europäischen Kontext**

Simon Schären

Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Lehrbeauftragter an der Universität Bern

Thomas Jutzi

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius an der Universität Bern

Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext

Der Einfluss des europäischen Rechts
auf die Schweizer Finanzmarktregulierung
unter besonderer Berücksichtigung
der Europakompatibilität

DIKE 

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk ist weltweit urheberrechtlich geschützt. Insbesondere das Recht, das Werk mittels irgendeines Mediums (grafisch, technisch, elektronisch und/oder digital, einschliesslich Fotokopie und Downloading) teilweise oder ganz zu vervielfältigen, vorzutragen, zu verbreiten, zu bearbeiten, zu übersetzen, zu übertragen oder zu speichern, liegt ausschliesslich beim Verlag. Jede Verwertung in den genannten oder in anderen als den gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf deshalb der vorherigen schriftlichen Einwilligung des Verlags.

© 2022 Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen
ISBN 978-3-03891-442-6

www.dike.ch



Vorwort

Die vorliegende Abhandlung ist im Rahmen eines Forschungsprojekts zum europäischen Finanzmarktrecht an der Universität Bern entstanden. Nachfolgend sollen die Erkenntnisse dieser Untersuchung dargestellt werden. Die erarbeiteten Ergebnisse und Einsichten sollen einen Beitrag zum Verständnis der europäischen Marktzugangsordnung und zur Verbesserung der Ausgangslage der Schweiz leisten. Die Ausführungen beschränken sich auf eine skizzenhafte Darstellung ausgewählter Rechtsfragen.

Die Ausführungen geben den Stand (Literatur, Rechtsentwicklung etc.) per Ende Dezember 2021 wieder.

Die Autoren bedanken sich bei MLaw Andri Abbühl für die Durchsicht des Manuskripts. Für die umsichtige verlagstechnische Begleitung des Projekts sei dem DIKE-Verlag gedankt (insb. Caroline Mendelin und Daniel Grohé).

Hinweise, Kritik und Anregungen zum Inhalt nehmen die Autoren gern über simon.schaeren@unibe.ch entgegen.

Bern/Zürich, Januar 2022

SIMON SCHÄREN/THOMAS JUTZI

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Literaturverzeichnis	XVII
Materialienverzeichnis	XIX
1. Teil: Einführung	1
§ 1 Hintergrund	3
§ 2 Fragestellung und Aufbau	5
2. Teil: Europäisches Finanzmarktrecht	7
§ 3 Rahmenbedingungen	9
§ 4 Marktzugangsordnung	17
3. Teil: Schweizer Finanzmarktrecht	33
§ 5 Ausgangslage	35
§ 6 Marktzugangsstrategien	37
§ 7 Rechtspolitische Realität	45
4. Teil: Schlussbetrachtungen	53
§ 8 Perspektiven und Optionen	55
§ 9 Schlussfolgerungen und Ausblick	59

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Literaturverzeichnis	XVII
Materialienverzeichnis	XIX
1. Teil: Einführung	1
§ 1 Hintergrund	3
§ 2 Fragestellung und Aufbau	5
2. Teil: Europäisches Finanzmarktrecht	7
§ 3 Rahmenbedingungen	9
I. Begriff des europäischen Finanzmarktrechts	9
II. Finanzmarktintegration und Finanzbinnenmarkt	10
III. Institutionelle Architektur	12
IV. Rechtsetzung und Regulierung	14
1. Harmonisierung	14
2. Rechtsetzungsverfahren	15
§ 4 Marktzugangsordnung	17
I. Ausgangslage	17
II. Aufsichtsrechtliche Anknüpfungspunkte	18
1. Funktion	18
2. Territorialitätsprinzip	18
3. Marktortprinzip	19
4. Auswirkungsprinzip	19
III. Marktzugangsmechanismen	20
1. Vorbemerkung	20
2. Äquivalenz	21
2.1 Rahmenbedingungen	21
2.2 Verfahren	22
2.3 Rechtswirkungen	23
2.4 Erkenntnisse	23

3. Exkurs: Besondere Marktzugangsmechanismen	24
3.1 Allgemeines	24
3.2 Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM).....	24
3.3 Prospektrecht	25
4. Entwicklung und Tendenzen	27
4.1 Hintergründe.....	27
4.2 Institutionelle Entwicklung.....	28
4.3 Ausgewählte materielle Entwicklungen.....	29
4.3.1 EMIR-Reform	29
4.3.2 Investment Firm Review	30
3. Teil: Schweizer Finanzmarktrecht	33
§ 5 Ausgangslage.....	35
§ 6 Marktzugangsstrategien	37
I. Allgemeines	37
II. Bilaterale Marktzugangsabkommen	38
1. Konzept	38
2. Limitierungen.....	39
III. Äquivalenzstrategie	40
1. Dogmatischer Ansatz.....	40
2. Umsetzung	41
IV. Weitere Ansätze	42
1. Marktzugangsbezogener Dialog	42
2. Finanzdienstleistungsabkommen.....	43
§ 7 Rechtspolitische Realität.....	45
I. Standortbestimmung.....	45
II. Erklärungsansätze.....	46
1. Fragestellung.....	46
2. Reflexwirkungen des <i>Brexit</i>	46
3. Strukturelle Rechtsunsicherheiten	47
4. Europazentrierte Kommissionspolitik	48
5. Institutioneller Kontext.....	49
III. Erkenntnisse und Implikationen	50

4. Teil: Schlussbetrachtungen.....	53
§ 8 Perspektiven und Optionen	55
I. Vorbemerkung	55
II. Kontinuität der Äquivalenz	55
III. Renaissance des Bilateralismus	56
IV. Alternative Rechtsetzungsstrategien	57
§ 9 Schlussfolgerungen und Ausblick.....	59

Abkürzungsverzeichnis

Abl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABl. L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff.
AJP	Allgemeine Juristische Praxis
Art.	Artikel
BBl.	Bundesblatt
Benchmark-VO	Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden (...), ABl. L 171 vom 29. Juni 2016, 1 ff.
Brexit	Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU
CCP	Central Counterparty
COM	Commission
CRD	Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (...), ABl. L 176 vom 27. Juni 2013, 338 ff.
CRR	Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, ABl. L 176 vom 27. Juni 2013, 1 ff.
CSDR	Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer (...), ABl. L 257 vom 28. August 2014, 1 ff.
EBA	European Banking Authority
EBA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde) (...), ABl. L 331, vom 15. Dezember 2010, 12 ff.
ECFR	European Company and Financial Law
EDIS	European Deposit Insurance System
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority

EIOPA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) (...), ABl. L 331, 15. Dezember 2010, 48 ff.
EMIR	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (...), ABl. L 201 vom 27. Juli 2012, 1 ff.
EMIR 2.2	Verordnung (EU) 2019/2099 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 hinsichtlich der für die Zulassung von zentralen Gegenparteien anwendbaren Verfahren und zuständigen Behörden und der Anforderungen für die Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten, ABl. L 322 vom 12. Dezember 2019, 1 ff.
ErwG	Erwägungsgrund
ESA	European Supervisory Authorities
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities Markets Authority
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) (...), ABl. L 331 vom 15. Dezember 2010, 84 ff.
ESRB	European Systemic Risk Board
etc.	et cetera (= und so weiter)
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FATF	Financial Action Task Force
FIDLEG	Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) vom 15. Juni 2018, SR 950.1
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (FinfraG) vom 19. Juni 2015, SR. 958.1
FINIG	Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) vom 15. Juni 2018, SR. 954.1
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsichtsbehörde
FSAP	Financial Services Action Plan
G 20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
InstA	Institutionelles Rahmenabkommen
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ITS	Implementing Technical Standards
i.V.m.	in Verbindung mit
JusIntEu	Jus Internationale et Europaeum
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vom 23. Juni 2006, SR 951.31
KOM	Kommission
Leerverkaufs-VO	Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (...), ABl. L 86 vom 24. März 2012, 1 ff.
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (...), ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 1 ff.
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (...), ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff.
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (...), ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 84 ff.
MiFIR (rev. 2019)	Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen (...), ABl. L 314 vom 5. Dezember 2019, 1 ff.
MoU	Memorandum of Understanding
N	Note
NCA	National Competent Authority
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW-RL	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302 vom 17. November 2009, 32 ff.
OTC	Over the Counter
Prospekt-VO	Art. 28 ff. Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist (...), ABl. L 168 vom 30. Juni 2017, 12 ff.

Rating-VO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (...), ABl. L 302 vom 17. November 2009, 1 ff.
Rn.	Randnote
Rs.	Rechtssache
RTS	Regulatory Technical Standards
SchrUKmR	Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
SIF	Staatssekretariat für internationale Finanzfragen
SR	Systematische Rechtssammlung
SSM	Single Supervisory Mechanism
SSR	Studien zum Regulierungsrecht
UAbs.	Unterabsatz
Übernahme-RL	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. L 142 vom 30. April 2004, 12 ff.
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
zit.	zitiert
z.T.	zum Teil

Literaturverzeichnis

- ARMOUR JOHN, Brexit and financial services, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 33, No. S1, 2017, 54 ff.
- BARTHOLET OLIVER, § 5, in: Sester/Brändli/Bartholet/Schildknecht (Hrsg.) *St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht. Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen*, St. Gallen/Zürich 2018.
- CEYSSENS JAN/TARDE ANDREAS, Äquivalenz im Finanzdienstleistungsrecht der Europäischen Union, *EuZW* 2019, 805 ff.
- IMM TILMAN, *Der finanz- und kapitalmarktrechtliche Gleichwertigkeitsmechanismus. Zur Methode der Substitution in Theorie und Praxis*, Diss. Freiburg 2019, Tübingen 2020 = *SchrUKmR* Bd. 77.
- JUNG PETER/BISCHOF ELIAS, *Europäisches Finanzmarktrecht*, Zürich/St. Gallen 2015.
- JUTZI THOMAS, *Grenzüberschreitende Vermögensverwaltung: Analyse der Rechtslage in Deutschland, Frankreich und Italien*, Jusletter vom 29. November 2021 (zit. JUTZI 2021).
- JUTZI THOMAS, *Der Einfluss des EU-Rechts auf das schweizerische Recht der kollektiven Kapitalanlagen*, *AJP* 2015, 1 ff. (zit. JUTZI 2015).
- JUTZI THOMAS/FEUZ CHRISTOPH, *MiFID II, AIFMD und UCITSD: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre – Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Vermögensverwalters kollektiver Kapitalanlagen*, Jusletter vom 25. April 2016.
- JUTZI THOMAS/SCHÄREN SIMON, *Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch – Neuausrichtung der Drittstaatenordnung?*, *GesKR* 2019, 408 ff.
- JUTZI THOMAS/WESS KSENIA, *Informationspflichten gemäss FIDLEG und MiFID II – Äquivalenz in der Regulierung?*, *recht* 2019, 143 ff.
- JUTZI THOMAS/WESS KSENIA/SIERADZKI DAMIAN, *Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext*, *AJP* 2020, 572 ff.
- LEHMANN MATTHIAS/ZETZSCHE DIRK, *Drittstaaten im Finanzmarktrecht – Überlegungen zum Brexit*, in: Zetzsche/Lehmann (Hrsg.), *Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen*, Tübingen 2018, 75 ff.
- LUTTER MARCUS/BAYER WALTER/SCHMIDT JESSICA, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, *ZGR Sonderheft 1, Teil 1, 6.A.*, Berlin/Boston 2018.
- MOLONEY NIAMH, *Reflections on the EU Third Country Regime for Capital Markets in the Shadow of Brexit*, *ECFR* 1/2020, 35 ff. (zit. MOLONEY 2021).
- MOLONEY NIAMH, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.A., Oxford 2014 (zit. MOLONEY 2014).

- QUAGLIA LUCIA, Brexit and EU Financial Regulation, in: Diamond/Nedergaard/Rosamond (Hrsg.), *The Routledge Handbook of the Politics of Brexit*, Oxon/New York 2018, 244 ff.
- RUPPEL NADINE, *Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union*, Diss. Giessen 2013, Tübingen 2015 = JusIntEu, Bd. 100.
- SCHÄREN SIMON/JUTZI THOMAS, Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext – Aufbruch in eine neue Ära, GesKR 2021, 466 ff. (zit. SCHÄREN/JUTZI 2021, 466 ff.).
- SCHÄREN SIMON/JUTZI THOMAS, Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs, recht 2020, 235 ff. (zit. SCHÄREN/JUTZI 2020).
- SCHEMMELE JAKOB, *Europäische Finanzmarktverwaltung*, Diss. Hamburg 2016, Tübingen 2018 = SRR Bd. 11.
- SIERADZKI DAMIAN, *Der Einfluss des europäischen Rechts auf das Recht der kollektiven Kapitalanlagen der Schweiz*, Diss. Bern 2022 = SSHW Bd. 357.
- VEIL RÜDIGER (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2.A., Tübingen 2014 (zit. BEARBEITER, in: Veil [Hrsg.], *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § x N y).
- VEIL RÜDIGER, *Europäische Kapitalmarktunion*, ZGR 2014, 544 ff.
- WESS KSENIA, *Drittstaatenregulierung im Finanzdienstleistungsrecht der EU und ihre Auswirkung auf die Schweiz*, Diss. Bern 2020, Zürich/Basel/Genf 2020 = SSFMR Bd. 134
- WYMEERSCH EDDY, Third-Country Equivalence and Access to the EU Financial Markets Including in Case of Brexit, *Journal of Financial Regulation* vol. 4, issue 2, 2018, 209 ff.
- ZETSCHE DIRK, *Drittstaaten im Bank- und Finanzdienstleistungsrecht*, in: Bachmann/Breig (Hrsg.), *Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität in Deutschland, Europa und Russland*, Tübingen 2014.

Materialienverzeichnis

Europäische und internationale Materialien

- Communication from the Commission (...). Equivalence in the area of financial services, COM(2019) 349 vom 29. Juli 2019 (zit. Commission COM[2019] 349).
- European Parliament (EP), Directorate-General for Internal Policies, Third country equivalence in EU banking and financial regulation, 15. März 2019 (zit. EP Directorate-General for Internal Policies).
- Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 vom Dezember 2018 über die Gleichwertigkeit des für Börsen in der Schweiz geltenden Rechts- und Aufsichtsrahmens gemäss der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. L 327 vom 21. Dezember 2018, 77 ff. (zit. Durchführungsbeschluss [EU] 2018/2047).
- Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 der Kommission vom 21. Dezember 2017 über die Gleichwertigkeit des für Börsen in der Schweiz geltenden Rechts- und Aufsichtsrahmens gemäss der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates, ABl. L 344 vom 23. Dezember 2017, 52 ff. (zit. Durchführungsbeschluss [EU] 2017/2441).
- Communication from the Commission on the mid-term review of the capital markets union action plan, COM (2017) 292 vom 8. Juni 2017 (zit. Mid-term review).
- Commission Staff working document, EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment, 27. Februar 2017, SWD(2017) 102 (zit. Commission Staff working document).
- IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation Final Report, September 2015 (zit. IOSCO Final Report).
- Weissbuch der Kommission an den europäischen Rat vom 28./29. Juni 1985 (Vollendung des Binnenmarkts), KOM(85) 310 (zit. Weissbuch 1985).

Schweizer Materialien

- Gutachten von Prof. Dr. iur. THOMAS JUTZI, Bericht zur grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung in Deutschland, Italien und Frankreich vom 4. Mai 2021 (zit. Gutachten JUTZI).
- Bericht des Bundesrats betreffend die Verhandlungen über ein institutionelles Abkommen zwischen der Schweiz und der EU vom 26. Mai 2021 (zit. Bericht des Bundesrats).
- Berat Zukunft Finanzplatz, Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ vom Dezember 2019 (zit. Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+).
- Erläuterungen zum Institutionellen Abkommen Schweiz–EU vom 16. Januar 2019.

Bericht Regulatorische Herausforderungen für die grenzüberschreitende Schweizer Vermögensverwaltung und strategische Optionen vom 6. Juni 2013, 46 ff. und den Schlussbericht vom 1. Dezember 2014 (zit. Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014).

Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl. 2015, 8901 ff.

Botschaft zum Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl. 2014, 7483 ff.

1. Teil: Einführung

§ 1 Hintergrund

Der europäische Marktzugang ist für die Schweiz traditionell von grosser wirtschaftspolitischer Bedeutung. Dementsprechend hat das europäische Finanzmarktrecht seit Jahren einen erheblichen Einfluss auf die Gestaltung und Entwicklung der Schweizer Finanzmarktregulierung.¹ Dies äussert sich namentlich in einer systematischen Rechtsangleichung, welche zur materiellen Ausgestaltung der neueren Schweizer Finanzmarkterlasse geführt hat. Daneben haben sich weitere Marktzugangsstrategien etabliert, die parallel oder alternativ zur Anwendung gelangen (sollen). Das erklärte rechtspolitische Ziel dieser Kompatibilitäts- und Konvergenzbemühungen ist die Sicherung des europäischen Marktzugangs. Ausgangspunkt und Massstab für die Gestaltung der Schweizer Marktzugangspolitik ist die sekundärrechtliche Marktzugangsordnung des EU-Finanzbinnenmarkts. Die Rahmenbedingungen und die daraus abgeleiteten Handlungsoptionen werden einseitig durch die EU vorgegeben.

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

¹ Vgl. hierzu eingehend SCHÄREN/JUTZI 2020, *passim*.

§ 2 Fragestellung und Aufbau

Aufgrund der beschriebenen Interessenlage drängt sich eine Standortbestimmung auf, bei der die etablierten Marktzugangsstrategien kritisch gewürdigt werden.² Die gewonnenen Erkenntnisse sollen sodann die Basis für eine Skizze rechtspolitischer Perspektiven bilden. Die Ausführungen beschränken sich auf ausgewählte Aspekte und haben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Abhandlung beleuchtet ausserdem einzig supranationale Aspekte des europäischen Rechts und lässt mitgliedstaatliche Besonderheiten und Modalitäten ausser Betracht, selbst wenn sie auf harmonisierte Vorgaben zurückgehen.³

Die Abhandlung folgt dem nachfolgend skizzierten Aufbau. Zunächst wird die Dogmatik des europäischen Finanzmarktrechts dargestellt (§ 3).⁴ Darauf aufbauend wird die Systematik der Marktzugangsordnung skizziert (§ 4).⁵ Nach Erörterung der Grundlagen des europäischen Marktzugangs werden in einem nächsten Teil die Zusammenhänge zum Schweizer Finanzmarktrecht beleuchtet (§ 5–7).⁶ Der Schwerpunkt dieser Untersuchung liegt auf der rechtspolitischen Marktzugangsstrategie und ihren Auswirkungen auf die Schweizer Rechtsentwicklung. Unter diesem Gesichtspunkt soll die Wirksamkeit der Marktzugangspolitik bewertet werden. Basierend auf diesen Erkenntnissen werden abschliessend Perspektiven und Optionen für die Weiterentwicklung der Marktzugangsstrategie aufgezeigt (§ 8–9).⁷

² Grundlagen hierzu wurden bereits in JUTZI/SCHÄREN 2019, SCHÄREN/JUTZI 2020 und SCHÄREN/JUTZI 2021 erarbeitet.

³ Vgl. hierzu im Einzelnen JUTZI 2021, *passim*.

⁴ Vgl. dazu unten, N 5 ff.

⁵ Vgl. dazu unten, N 15 ff.

⁶ Vgl. dazu unten, N 47 ff.

⁷ Vgl. dazu unten, N 82 ff.

2. Teil:

Europäisches Finanzmarktrecht

§ 3 Rahmenbedingungen

I. Begriff des europäischen Finanzmarktrechts

Das europäische Finanzmarktrecht ist die Gesamtheit aller harmonisierten Normen, welche die europäischen Finanzmärkte und die dort erbrachten Finanzdienstleistungen mit Binnenmarktbezug regeln.⁸ Hierzu gehören insb. das europäische Bankrecht, das Kapitalmarktrecht sowie das Versicherungsrecht.⁹ Das Vermögensverwaltungsrecht (bestehend aus individueller und kollektiver Vermögensverwaltung) wird z.T. als eigenständiges Teilrechtsgebiet betrachtet.¹⁰ Die überwiegenden Kategorisierungsansätze ordnen das kollektive Vermögensverwaltungsrecht (Investmentrecht) hingegen dem Kapitalmarktrecht zu.

In materieller Hinsicht handelt es sich beim europäischen Finanzmarktrecht um einen Schnittstellenbereich, der Normen des Aufsichtsrechts, des Privatrechts und des Strafrechts umfasst.¹¹ Allerdings ist zu berücksichtigen, dass der Schwerpunkt der Harmonisierung das Aufsichtsrecht betrifft; eine systematische Vereinheitlichung der nationalen Zivilrechte wird nicht angestrebt.¹² Ähnlich verhält es sich in Bezug auf das Strafrecht, wo bloss eine partielle Rechtsangleichung zu verzeichnen ist.

⁸ MOLONEY 2014, 1; JUNG/BISCHOF, N 1 («Finanzdienstleistungsrecht der EU»); ZETZSCHE, 47 ff., 49; JUTZI/SCHÄREN, 409 ff.; WALLA, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 4 N 2.

⁹ JUNG/BISCHOF, N 2, unterscheiden anschaulich und nachvollziehbar zwischen «europäischer Kapitalmarktregulierung» und «europäischer Finanzmarktregulierung.» Während der Kapitalmarkt nach dieser Kategorisierung bloss den Wertpapierhandel betrifft, schliesst der Finanzmarkt – umfassend – auch das Bankrecht und Versicherungsrecht mit ein.

¹⁰ ZETZSCHE, 49.

¹¹ JUNG/BISCHOF, N 1 (explizit im Kontext des europäischen Finanzmarktrechts). Der Querschnittscharakter finanzmarktrechtlicher Normen wird überwiegend im Zusammenhang mit dem europäischen Kapitalmarktrecht betont: LUTTER/ BAYER/SCHMIDT, N 14.11; VEIL, 544 ff., 548 ff.; VEIL, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 6 N 2.

¹² VEIL, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 6 N 6. Auf der mitgliedstaatlichen Ebene können sich indessen durchaus vielschichtige Berührungspunkte zwischen Aufsichts- und Zivilrecht ergeben.

II. Finanzmarktintegration und Finanzbinnenmarkt

- 7 Das europäische Finanzmarktrecht schafft den Rahmen für die Vollendung eines einheitlichen Markts für Finanzdienstleistungen (*Finanzbinnenmarkt*).¹³ Die Vision des Finanzbinnenmarkts ist letztlich Ausfluss des übergeordneten Binnenmarktziels der EU.¹⁴ Der Grundstein für die Schaffung des europäischen Finanzbinnenmarkts wurde Mitte der 1980er-Jahre mit dem *Weissbuch zur Vollendung des Binnenmarkts* gelegt.¹⁵ Die Erkenntnis der Kommission war, dass eine finanzielle Integration und die Vertiefung des Binnenmarkts wesentlich von einer Liberalisierung der Finanzdienstleistungen und der Kapitalbewegungen abhängen.¹⁶ Um diese Ziele zu verwirklichen, sollte ein integriertes Finanzsystem geschaffen werden. Der zentrale aufsichtsrechtliche Mechanismus zur Gewährleistung dieser Finanzmarktintegration ist das sog. *Passport-System*, welches auf zwei wichtigen Binnenmarktprinzipien basiert – der Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung.¹⁷ Die Kombination von Mindestharmonisierung und gegenseitiger Anerkennung ermöglicht es jenen Finanzdienstleistern, die in einem bestimmten

¹³ RUPPEL, 31; ZETZSCHE, 54; Weissbuch 1985, N 101.

¹⁴ Der europäische Binnenmarkt ist ein «Raum ohne Binnengrenzen, in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital gemäss den Bestimmungen der Verträge gewährleistet ist» (Art. 26 Abs. 2 AEUV). Als materielle Prinzipien zur Verwirklichung des Binnenmarkts gelten die sog. *Grundfreiheiten*. Diese werden wie folgt unterteilt: (i) freier Warenverkehr (Art. 28 ff. AEUV), (ii) freier Personenverkehr von Selbständigen und Unselbständigen (Art. 45 ff., 49 ff. AEUV), (iii) freier Dienstleistungsverkehr (Art. 56 ff. AEUV) und (iv) freier Kapital- und Zahlungsverkehr (Art. 63 ff. AEUV). Die Grundfreiheiten werden mitunter durch harmonisierende Rechtsakte des Sekundärrechts konkretisiert, wobei insb. Richtlinien im Vordergrund stehen.

¹⁵ Weissbuch 1985, N 101 ff.; JUNG/BISCHOF, N 2; LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.19.

¹⁶ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.19; MOLONEY 2014, 22.

¹⁷ RUPPEL, 31; IOSCO Final Report, 31 ff. Passporting wird durch die IOSCO wie folgt definiert: «Passporting (...) refers to a tool that is based on a common set of rules which are applicable in the jurisdictions covered by the passporting arrangement. Passporting of financial products and financial services providers allows the holder of a regulatory license or authorization in one jurisdiction that is a party to the passporting arrangement to offer the financial product or provide financial services covered by the authorization or license in any of the other jurisdictions which are parties to the arrangement. No further authorization requirements are needed. The home jurisdiction may only issue an authorization or a license if the financial products or intermediaries meet an agreed set of rules.»

EU-Mitgliedstaat zugelassen worden sind, ohne zusätzliches Zulassungsverfahren auch in anderen EU-Mitgliedstaaten tätig zu werden;¹⁸ es liegt somit letztlich eine aufsichtsrechtliche Analogie zum europarechtlich etablierten *Cassis-de-Dijon-Prinzip* vor.¹⁹ Die laufende Aufsicht über die Tätigkeit des Finanzdienstleisters wird bei diesem System durch die Zulassungsbehörde am formellen Sitz des Finanzdienstleisters ausgeübt (sog. *Sitzlandprinzip*).²⁰ Aufgrund der Harmonisierung der Aufsichtsbestimmungen wird ergänzend zum Sitzlandprinzip sichergestellt, dass alle Finanzdienstleister europaweit die gleichen Regeln einhalten müssen (*common set of rules*).²¹ Das beschriebene Passport-System dient der Verwirklichung der primärrechtlichen Niederlassungsfreiheit (Art. 45 ff., 49 ff. AEUV) sowie der Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 ff. AEUV).²² Darüber hinaus ist das Passport-System inzwischen auch auf der sekundärrechtlichen Ebene verankert worden und hat sich daher zu einem zentralen aufsichtsrechtlichen Prinzip des europäischen Finanzmarktrechts entwickelt. Wie im Kontext der Drittstaatenordnung und der Marktzugangsmechanismen noch zu zeigen sein wird, haben diverse sekundärrechtliche Erlasse das Passport-System auch im Verhältnis zu *Drittstaaten* anwendbar gemacht.²³

Mit dem Projekt der *Kapitalmarktunion* konnte eine wesentliche Erweiterung und Vertiefung des Finanzbinnenmarkts und der damit angestrebten Finanzmarktintegration erreicht werden. Die Basis hierfür bildeten ein Grünbuch sowie ein Aktionsplan der Kommission aus dem Jahr 2015.²⁴ Der Aktionsplan enthält einen legislativen Massnahmenkatalog, mit dem ein Binnenmarkt für Kapital geschaffen

8

¹⁸ IOSCO Final Report, 32 (5.3. «Passporting in the EU»).

¹⁹ Weissbuch 1985, N 102 ff., bezugnehmend auf EuGH, Rs. 120/78 (Rewe), Slg. 1979, 649, Rn. 8, 14 («*Cassis de Dijon*»); MOLONEY 2014, 22 f.; RUPPEL, 31.

²⁰ Weissbuch 1985, N 103 («Heimatlands-Kontrolle»); JUNG/BISCHOF, N 96 ff.; MOLONEY 2014, 23; RUPPEL, 31, 36.

²¹ Weissbuch 1985, N 102; MOLONEY 2014, 23; RUPPEL, 31; IOSCO Final Report, 31: «(...) *a common set of rules* which are applicable in the jurisdictions covered by the passporting arrangement» (Hervorhebung hinzugefügt).

²² JUNG/BISCHOF, N 97; RUPPEL, 36.

²³ Vgl. dazu unten, N 24.

²⁴ Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 63 vom 8. Februar 2015; Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 vom 20. September 2015; LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.176 ff.; VEIL, 545 ff.

werden soll.²⁵ Ausgangslage hierfür war die Erkenntnis, dass zu diesem Zeitpunkt die europäischen Kapitalmärkte nach wie vor fragmentiert und national ausgerichtet waren. Von einer stärkeren Integration der europäischen Kapitalmärkte erhoffte sich die Kommission die Schaffung besserer Anlagemöglichkeiten und eine bessere Finanzierung der Realwirtschaft. Dabei sollte insb. auch eine Orientierung weg von klassischer Bankfinanzierung hin zur vermehrten Finanzierung über den Kapitalmarkt angestrebt werden.²⁶ Die Kapitalmarktunion sollte ursprünglich bis Ende 2019 vollendet und die legislativen Projekte umgesetzt werden. Eine Vielzahl der geplanten Vorhaben konnte inzwischen realisiert werden.²⁷ Dennoch ist das Projekt derzeit noch nicht vollendet.

III. Institutionelle Architektur

- 9 Die Finanzmarktaufsicht wird im europäischen Finanzmarktrecht durch das Europäische Finanzaufsichtssystem (*European System of Financial Supervision* – «ESFS») wahrgenommen.²⁸ Hierbei handelt es sich um einen mehrstufigen Verbund aus nationalen und supranationalen Aufsichtsbehörden.²⁹ Die Aufsichtsfunktionen können konzeptionell in Mikro- und in Makroaufsicht unterteilt werden:
- Die *Mikroaufsicht* wird durch die nationalen Aufsichtsbehörden (National Competent Authorities, «NCAs») und die drei europäischen Aufsichtsbehörden – «ESMA»³⁰, «EBA»³¹ und «EIOPA»³² (zusammen: European Super-

²⁵ Der Aktionsplan besteht aus 33 Massnahmen, die nachträglich um neun vorrangige Massnahmen ergänzt wurden (vgl. hierzu Mid-term review, 5 ff.). Insgesamt lassen sich die Massnahmen in sieben wesentliche Hauptbereiche unterteilen (vgl. zum Ganzen LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.180 ff.).

²⁶ Kritisch hierzu LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.178, m.w.H.

²⁷ Mid-term review, 4 ff.; Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan, SWD(2017) 224.

²⁸ Vgl. zum Hintergrund und zur Geschichte SCHEMMELE, 5 ff.; JUTZI/SCHÄREN, 411; JUTZI/WESS/SIERADZKI, 578 ff.; vgl. ferner auch WESS, N 5 ff.

²⁹ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.90 ff.; VEIL, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 11 N 37 ff.

³⁰ European Securities Markets Authority (ESMA).

³¹ European Banking Authority (EBA).

³² European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

visory Authorities, «ESAs») – wahrgenommen.³³ Die Tätigkeiten der ESAs und der NCAs ergänzen sich gegenseitig. Während die laufende Aufsicht auf nationaler Ebene verbleibt, sind die ESAs für die Koordination und Überwachung der NCAs sowie für die Vereinheitlichung der Aufsichtsstandards zuständig.³⁴ In Ausnahmefällen verfügen die ESAs über direkte Interventionsmöglichkeiten und über exklusive Zuständigkeitsbereiche.³⁵

- Die *Makroaufsicht* wird durch den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board*, «ESRB») ausgeübt.³⁶ Der ESRB soll einen Beitrag zur Eindämmung von Systemrisiken für die Finanzstabilität in der EU leisten.³⁷ Systemrisiken sind gemäss Art. 2 lit. c S. 1 ESRB-VO «Risiken einer Beeinträchtigung des Finanzsystems, die das Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für den Binnenmarkt und die Realwirtschaft beinhalten.» Die Hauptaufgaben des ESRB bestehen zunächst in der Informationserhebung und der Ermittlung der relevanten Systemrisiken (Art. 15 ESRB-VO). Werden dabei signifikante Risiken festgestellt, gibt der ESRB Warnungen und Empfehlungen für Abhilfemassnahmen ab (Art. 16 Abs. 1 ESRB-VO).

Eng verbunden mit dem ESFS ist das Projekt der *Bankenunion*.³⁸ Mit der Bankenunion sollen ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus (*single supervisory mechanism*, «SSM»), ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus (*single resolution mechanism*, «SRM») sowie ein System für eine gemeinsame Einlagensicherung (*European Deposit Insurance System*, «EDIS») geschaffen werden.³⁹ Das gemeinsame Fundament der Bankenunion stellt das sog. *single rule book* dar. Hierbei handelt es sich um ein einheitliches Regelwerk für alle Finanzinstitute in der EU,

10

³³ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.99, 14.118 ff.

³⁴ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.99; SCHEMMELE, 64 ff.

³⁵ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.99, m.w.H.; MOLONEY 2014, 241 ff.; SCHEMMELE, 286 ff.

³⁶ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.98, 14.101 ff.

³⁷ Art. 3 Abs. 1 S. 1, Erwägungsgrund 10, 15 ESRB-VO.

³⁸ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat. Fahrplan für eine Bankenunion, COM(2012) 510 vom 12. September 2012; JUNG/BISCHOF, N 7; LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.137 ff.

³⁹ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.137.

das die Kapitalanforderungen⁴⁰, die Einlagensicherung⁴¹ sowie die Bankenabwicklung und -sanierung⁴² regelt.⁴³

IV. Rechtsetzung und Regulierung

1. Harmonisierung

- 11 Die mit der Finanzmarktintegration verbundene Rechtsangleichung wurde historisch vorwiegend mit dem Mittel der *Mindestharmonisierung* erreicht.⁴⁴ Als Rechtsetzungsinstrument wurde hierfür vorzugsweise die Richtlinie verwendet, die der Umsetzung in das nationale Recht bedarf.⁴⁵ Nach dem Konzept der Mindestharmonisierung müssen Mitgliedstaaten die harmonisierten Vorgaben als Mindeststandard einhalten, dürfen aber i.d.R. strengere Regeln einführen.⁴⁶ Die Mindestharmonisierung stellt dabei das notwendige Korrelat zum Sitzlandprinzip dar.⁴⁷
- 12 Nachdem die Bewältigung der Finanzkrise von 2007/2008 zu einer grundlegenden Neuordnung der europäischen Finanzmarktarchitektur führte, wandte sich der europäische Gesetzgeber zunehmend vom Konzept der Mindestharmonisierung ab. Stattdessen wurde vermehrt eine *Totalharmonisierung* angestrebt, die regulatorische Themenbereiche abschliessend ordnet und den Mitgliedstaaten i.d.R. keinen Spielraum mehr bei der Umsetzung belässt.⁴⁸ Gleichzeitig ist ein Übergang vom Regulierungsgefäss der Richtlinie zur supranationalen *Verordnung* zu verzeichnen.⁴⁹ Die Verordnungsregulierung ist unmittelbar anwendbar und bedarf keiner Umsetzung in den Mitgliedstaaten.⁵⁰ Insgesamt ist somit eine Tendenz von

⁴⁰ Die Kapitalanforderungen werden durch die CRD und CRR geregelt.

⁴¹ Die Einlagensicherung ist Gegenstand der DGSD.

⁴² Die BRRD regelt die Abwicklung und Sanierung.

⁴³ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.144 ff.

⁴⁴ JUNG/BISCHOF, N 91; vgl. hierzu auch JUTZI/WESS/SIERADZKI, 588 ff. und WESS, N 5 ff.

⁴⁵ VEIL, in: Veil (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 3 N 15 ff.

⁴⁶ JUNG/BISCHOF, N 91.

⁴⁷ Vgl. dazu oben, N 11.

⁴⁸ JUNG/BISCHOF, N 91.

⁴⁹ VEIL, in: Veil (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 3 N 14.

⁵⁰ VEIL, in: Veil (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 3 N 13.

umsetzungs- und interpretationsbedürftigen Vorgaben hin zu einheitlichen Regelungswerken (*single rule books*) zu beobachten.⁵¹

2. Rechtsetzungsverfahren

Das Rechtsetzungsverfahren des Finanzmarktrechts der EU weist im europarechtlichen Kontext einige Besonderheiten auf. Eine gesetzgebungstechnische Innovation geht auf den *Financial Services Action Plan* (FSAP) aus dem Jahr 1999 zurück, in welchem diverse materielle und formelle Massnahmen zur Förderung der Integration des europäischen Finanzmarkts vorgeschlagen wurden.⁵² In gesetzgebungstechnischer Hinsicht wurde ein geeignetes Verfahren empfohlen, um mit der schnellen Entwicklung an den Finanzmärkten mithalten zu können.⁵³ Ein solches Verfahren wurde in der Folge durch den *Lamfalussy*-Ausschuss erarbeitet, der im Rahmen seines Schlussberichts von 2001 die Einführung eines mehrstufigen Regulierungsprozesses anregte (heute bekannt als sog. *Lamfalussy*-Verfahren).⁵⁴

Der formelle Gesetzgebungsprozess des *Lamfalussy*-Verfahrens erstreckt sich über die nachfolgenden *vier Stufen* (Levels):⁵⁵

- Ausgangspunkt ist die Gesetzgebung auf der ersten Stufe (*Level 1*), wo ein *Basisrechtsakt* (Richtlinie oder Verordnung) erlassen wird.⁵⁶ Dieser Rechtsakt ist als Rahmenerlass konzipiert und bedarf der näheren Ausführung. Die ausführenden Bereiche werden im Basisrechtsakt selbst bezeichnet.⁵⁷ Zu diesem Zweck wird die Kommission mit dem Erlass von delegierten Rechtsakten (Art. 290 AEUV) und/oder Durchführungsrechtsakten (Art. 291

⁵¹ JUNG/BISCHOF, N 91.

⁵² Mitteilung der Kommission «Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan» KOM(1999) 232 vom 11. Mai 1999 (FSAP); vgl. dazu RUPPEL, 39 f.

⁵³ VEIL, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 1 N 15.

⁵⁴ Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brüssel, 15. Februar 2001 (sog. «Lamfalussy-Bericht»); vgl. dazu ausführlich JUNG/BISCHOF, N 3; MOLONEY 2014, 26 f.; LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.42 ff.; RUPPEL, 45 ff.; SCHEMMEL, 13 ff.

⁵⁵ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.46 (Übersicht), 14.46 ff.; detailliert RUPPEL, 50 ff. (Level 1 und 2), 72 ff. (Level 3 und 4).

⁵⁶ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.47; RUPPEL, 50 ff.

⁵⁷ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.49.

- AEUV) ermächtigt. Die konkreten Modalitäten und die Art der Ausführungserlasse werden im Basisrechtsakt umschrieben.⁵⁸
- Auf der zweiten Stufe der Gesetzgebung (*Level 2*) werden Ausführungserlasse durch die Kommission erlassen (delegierte Rechtsakte bzw. Durchführungsrechtsakte).⁵⁹ Die einschlägigen Rechtsakte sehen i.d.R. vor, dass die Kommission im Rechtsetzungsprozess besondere Ausschüsse einbeziehen muss, die für den jeweiligen Regelungsbereich geschaffen worden sind (sog. Level 2-Ausschüsse; vgl. z.B. Art. 51 Abs. 1 MiFIR [europäischer Wertpapierausschuss]). Darüber hinaus haben die ESAs in diversen Regelungsbereichen die Kompetenz zum Erlass von technischen Regulierungsstandards (*regulatory technical standards*, «RTS») und technischen Durchführungsstandards (*implementing technical standards*, «ITS»)⁶⁰ Diese Standards werden anschließend durch die Kommission in Form einer Verordnung oder eines Beschlusses formell verabschiedet.
 - Die dritte Stufe des *Lamfalussy*-Prozesses (*Level 3*) umfasst die Ausarbeitung von *Leitlinien* und *Empfehlungen* durch die ESAs.⁶¹ Dadurch soll die einheitliche Umsetzung und Anwendung der geschaffenen Rechtsakte in der Aufsichtspraxis sichergestellt werden.
 - Auf der vierten und letzten Stufe (*Level 4*) soll schliesslich die fristgemässe Umsetzung und korrekte Anwendung der Basisrechtsakte und Durchführungsmaßnahmen in das nationale Recht sichergestellt werden.⁶² Diese Kontrollaufgabe kommt primär der Kommission zu, die bei Verstössen rechtliche Schritte einleiten kann.⁶³ Darüber hinaus verfügen auch die ESAs über Kompetenzen, um gegen Verletzungen des Unionsrechts vorzugehen.⁶⁴

⁵⁸ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.49.

⁵⁹ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.48 ff.; RUPPEL, 53 ff.

⁶⁰ SCHEMMEL, 207 ff. (zu RTS) und 230 ff. (zu ITS).

⁶¹ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.51; RUPPEL, 72 ff.; SCHEMMEL, 65 ff. (Leitlinien) und 178 ff. (Empfehlung); vgl. z.B. Art. 16 ESMA-VO.

⁶² LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.52; RUPPEL, 107 ff.

⁶³ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.52.

⁶⁴ LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 14.52, 14.121, 31.14; SCHEMMEL, 287 ff.

§ 4 Marktzugangsordnung

I. Ausgangslage

Die Drittstaatenordnung des europäischen Finanzmarktrechts befasst sich mit der aufsichtsrechtlichen Regelung von *Drittstaatensachverhalten*.⁶⁵ Regelungsgegenstand ist dabei die Frage des Drittstaatenmarktzugangs und weitere Drittstaatenbezüge. Als Drittstaaten können alle Staaten qualifiziert werden, deren natürliche und juristische Personen die Privilegien des europäischen Binnenmarkts nicht in Anspruch nehmen können.⁶⁶ Die Grundfreiheiten des Binnenmarkts wirken grundsätzlich nur intern, so dass Drittstaatenakteure nicht in deren Genuss kommen. Die einzige Ausnahme hierzu ist die auch im Verhältnis zu Drittstaaten wirkende Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 ff. AEUV). Diese tritt gemäss Rechtsprechung des EuGH im Finanzdienstleistungskontext indessen hinter die Dienstleistungsfreiheit zurück.⁶⁷

15

Eine Besonderheit ist die Inanspruchnahme der sog. passiven Dienstleistungsfreiheit («*Reverse Solicitation*»).⁶⁸ Hierbei wendet sich ein europäischer Kunde proaktiv an einen Finanzdienstleister in einem Drittstaat. Die Kundenbeziehung untersteht diesfalls i.d.R. dem Aufsichtsrecht des Drittstaats; die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des europäischen Finanzmarktrechts kommen demgegenüber nicht zur Anwendung. Dieses Prinzip ist in diversen sekundärrechtlichen Erlassen positiviert worden.⁶⁹

16

Die EU hat die Regelung von finanzmarktrechtlichen Drittstaatenthemen historisch grundsätzlich ihren Mitgliedstaaten überlassen. Dazu gehörten i.d.R. auch lokale bzw. nationale Marktzugangsfragen. Im Zuge der regulatorischen Bewälti-

17

⁶⁵ JUTZI/SCHÄREN, 413 f.

⁶⁶ ZETZSCHE, 53. Nicht zu den Drittstaaten gehören in diesem Zusammenhang die Staaten des europäischen Wirtschaftsraums (EWR). Die EWR-Mitgliedstaaten Liechtenstein, Norwegen und Island setzen das Wirtschaftsrecht der EU weitgehend in ihr nationales Recht um und sind den EU-Mitgliedstaaten im Hinblick auf den Marktzugang und die Teilnahme am Binnenmarkt gleichgestellt.

⁶⁷ JUNG/BISCHOF, N 33; EuGH Rs. C-452/04, Slg. 2006, S. I-09521 - Fidium Finanz AG, Rz. 36 ff.

⁶⁸ Vgl. hierzu statt vieler LEHMANN/ZETZSCHE, N 11 f.; vgl. auch SCHÄREN/JUTZI 2020, 249 ff.

⁶⁹ Vgl. z.B. Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 MiFIR; eingehend dazu LEHMANN/ZETZSCHE, N 11 f.

gung der Finanzmarktkrise setzte allerdings ein Trend zur Harmonisierung der Drittstaatenordnung ein.⁷⁰ Entsprechend enthalten nun diverse Erlasse des Sekundärrechts einheitliche Drittstaatenregeln, die mitunter auch Marktzugangsaspekte thematisieren. Soweit die EU bestimmte Drittstaatsverhältnisse harmonisiert, dürfen die Mitgliedstaaten nur noch dort eigenständige Regelungen einführen, wo das entsprechende Sekundärrecht einen Spielraum hierzu einräumt. Diese Einschränkung gilt sowohl für die nationale Rechtsetzung als auch für allfällige (bilaterale) staatsvertragliche Regelungen mit Drittstaaten.⁷¹

II. Aufsichtsrechtliche Anknüpfungspunkte

1. Funktion

- 18 Das europäische Finanzmarktrecht lässt sich im Hinblick auf seine materielle Geltung nach verschiedenen *Anknüpfungspunkten* systematisieren.⁷² Aufgrund dieser Systematisierung können die Konturen der Drittstaatenordnung und der daraus abgeleiteten Marktzugangsmechanismen skizziert werden.

2. Territorialitätsprinzip

- 19 Ausgangspunkt für die Systematisierung bildet das *Territorialitätsprinzip* bzw. das *Sitzprinzip*.⁷³ Dieses Prinzip knüpft an den Ausübungsort einer bestimmten aufsichtsrechtlich relevanten Handlung eines Finanzinstituts an. Entsprechend ist die Aufsichtsbehörde am Ort von Sitz und Hauptverwaltung des Finanzdienstleisters für die Zulassung und laufende Aufsicht zuständig. Dieses Konzept kommt bei den meisten zulassungspflichtigen Instituten zur Anwendung.⁷⁴

⁷⁰ ZETZSCHE, 73 f.

⁷¹ Der Vorteil der Harmonisierung als Surrogat für bilaterale staatsvertragliche Regelungen liegt in der Schaffung von *Marktzugangsgleichheit* (vgl. hierzu ZETZSCHE, 73). Haben Mitgliedstaaten die Möglichkeit, Marktzugangsverhältnisse mit bilateralen Staatsverträgen individuell zu regeln, werden Mitgliedstaaten mit grossen Absatzmärkten und starkem politischem Einfluss bevorzugt. Diese können Drittstaaten i.d.R. grössere Zugeständnisse machen.

⁷² ZETZSCHE, 127 ff., 133 ff.; JUTZI/SCHÄREN, 414 ff.

⁷³ JUTZI/SCHÄREN, 414.

⁷⁴ Als Beispiele hierfür können die Regulierungen über Kreditinstitute gemäss CRD und CRR, Wertpapierfirmen i.S.v. MiFID II oder Verwalter alternativer Investmentfonds (sog. AIFM) nach der AIFM-RL genannt werden.

Aufgrund des Territorialitätsprinzips ist das europäische Finanzmarktrecht grundsätzlich nur auf Institute mit Sitz und Hauptverwaltung in der EU anwendbar. Umgekehrt heisst dies auch, dass Drittstaateninstitute im Binnenmarkt grundsätzlich nur tätig werden können, wenn sie sich nach den lokalen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisieren, was vielfach eine lokale Zulassung voraussetzt (Grundsatz *national treatment*).⁷⁵ 20

3. Marktortprinzip

Das *Marktortprinzip* bzw. *Vertragsortprinzip* knüpft an den Ort an, an dem eine Transaktion stattfindet bzw. ein Vertrag abgeschlossen wird.⁷⁶ Im Rahmen des Marktortprinzips bzw. des Vertragsortprinzips sind Drittstaatenregeln insofern entbehrlich, als dass der Anknüpfungsort mit dem regelmässigen Aufenthaltsort (Wohnsitz) des passiven EU-Anlegers zusammenfällt. Dies ist insb. bei der Vertriebsregulierung der Fall. 21

4. Auswirkungsprinzip

Eine dritte Kategorie von finanzmarktrechtlichen Normen knüpft schliesslich an den Umstand an, dass sich ein bestimmtes Verhalten auf dem europäischen Finanzmarkt erheblich *auswirkt* (*Auswirkungsprinzip*).⁷⁷ Das Auswirkungsprinzip steht bei all jenen Drittstaatensachverhalten im Vordergrund, bei denen der An- 22

⁷⁵ IOSCO Final Report, 7 ff. National treatment wird dabei wie folgt definiert (IOSCO Final Report, 7 ff.): «National treatment (...) refers to a tool in which entities domiciled in or operating from foreign jurisdictions are generally treated in the same manner as domestic entities in terms of market access and ongoing regulatory requirements, regardless of the effectiveness of the foreign regulatory regime or how it may compare to the domestic one. (...). Foreign entities are commonly required to register or obtain authorization, approval or licenses from the domestic regulator on the same basis as domestic entities.» Soweit Drittstaatenregeln des Sekundärrechts ausnahmsweise einen Marktzugangsmechanismus für Drittstaateninstitute aufweisen, werden i.d.R. materielle Anforderungen an das Aufsichtsrecht des entsprechenden Drittstaats gestellt, die den lokalen europäischen Bestimmungen entsprechen.

⁷⁶ JUTZI/SCHÄREN, 415. Dieses Prinzip kommt insb. bei der rechtlichen Ordnung der Marktformen (Art. 44 ff. MiFID II i.V.m. Art. 3 ff. MiFIR), den Regeln zur Marktintegrität (Art. 2 Abs. 4 MAR), den Vertriebsregeln im Prospekt- und Investmentrecht (Art. 29 Prospekt-VO, Art. 31 ff. AIFM-RL, Art. 16 Abs. 3, Art. 24 ff. MiFID II) sowie im Übernahmerecht (Art. 4 Abs. 2 Übernahme-RL) zur Anwendung.

⁷⁷ JUTZI/SCHÄREN, 415.

leger- oder Systemschutz aufgrund des Drittstaatenbezugs untergraben werden könnte.⁷⁸

- 23 Da sich die jeweiligen Regelungen konsequenterweise auch auf Personen erstrecken müssen, die in Drittstaaten agieren, führt das Auswirkungsprinzip in Einzelbereichen zur *Extraterritorialität* des europäischen Finanzmarktrechts. Die Wirkungen der Extraterritorialität werden indessen durch das marktzugangsbezogene Äquivalenzprinzip relativiert.⁷⁹ Wie noch zu zeigen sein wird, führt dieses Prinzip dazu, dass das Drittstaatenrecht unter gewissen Voraussetzungen als Surrogat des europäischen Rechts fungiert.

III. Marktzugangsmechanismen

1. Vorbemerkung

- 24 Obschon Drittstaatenakteure am Binnenmarkt nicht teilnehmen können, stellt das europäische Finanzmarktrecht diverse (grenzüberschreitende) Marktzugangsoptionen zur Verfügung.⁸⁰ Diese Optionen gewähren Finanzdienstleistern aus Drittstaaten in vielen Bereichen Freizügigkeiten, die jenen Privilegien gleichen, die Finanzdienstleister aus der EU für sich in Anspruch nehmen können. Dies schliesst in gewissen Bereichen u.U. auch ein paneuropäisches *Passporting* mit ein.⁸¹ Grundlage dieser Marktzugangsmechanismen sind Drittstaatenregeln, welche punktuell in einzelnen sekundärrechtlichen Erlassen enthalten sind. Die Markt-

⁷⁸ Zu den Regelungsbereichen, die vom Auswirkungsprinzip erfasst werden, können insb. der Zugang zu EU-Handelsplätzen und zentralen Gegenparteien bzw. CCPs (Art. 38 Abs. 1, 28 Abs. 4 MiFIR), Ratingagenturen (Art. 4 Rating-VO), Zentralverwahrer (Art. 19 Abs. 6 CSDR), die Tätigkeit von CCPs und das Betreiben von Transaktionsregistern (Art. 25, 75 ff. EMIR), das Insiderrecht (Art. 2 Abs. 3 und 4 MAR) sowie die Leerverkaufsregulierung (Art. 1 Abs. 1 lit. a Leerverkaufs-VO) gezählt werden.

⁷⁹ Vgl. dazu unten, N 25 ff.

⁸⁰ Davon sind jene Konstellationen zu unterscheiden, in denen ein Drittstaateninstitut im EU- bzw. EWR-Raum eine Tochtergesellschaft gründet, die nach dem Sitzprinzip gemäss den originären europäischen Grundsätzen zugelassen wird (*national treatment*). Ein solches Institut genießt die Freizügigkeiten *ex origine* und kann daher auch das euro-interne Passport-System in Anspruch nehmen (LEHMANN/ZETSCHE, N 43). Ein Drittstaaten Sachverhalt ist in einer solchen Situation nur noch im Umstand der ausländischen Beherrschung der Tochtergesellschaft zu sehen.

⁸¹ Vgl. zum euro-internen Passport-System oben, N 7 f.

zugangsoptionen beschränken sich jeweils auf isolierte Regelungsbereiche, so dass das Marktzugangskonzept insgesamt fragmentiert bleibt. Einen globalen, d.h. rechtsgebietsübergreifenden Marktzugang gibt es im europäischen Finanzmarktrecht derzeit nicht. Dennoch lassen sich anhand der Marktzugangsregeln des Sekundärrechts gemeinsame Grundlinien identifizieren, die nachfolgend besprochen werden. Nicht näher eingegangen wird auf Marktzugangskonstellationen, die einen rein lokalen Marktzugang in einem bestimmten Mitgliedstaat gewähren.⁸²

2. Äquivalenz

2.1 Rahmenbedingungen

Seit der Finanzmarktkrise von 2007/2008 wurden in vielen sekundärrechtlichen Rechtsakten Marktzugangsmechanismen erlassen, die auf dem sog. Äquivalenzprinzip beruhen. Dieses Prinzip macht einen Binnenmarktzugang für Drittstaatenakteure davon abhängig, dass das einschlägige Aufsichtsrecht des Drittstaats mit dem jeweiligen europäischen Regelungsbereich als *gleichwertig* (äquivalent) erscheint. Darüber hinaus muss der Drittstaat auch eine wirksame Durchsetzung des materiell äquivalenten Rechts gewährleisten.⁸³ Der Marktzugang wird ferner regelmässig an ein Reziprozitätserfordernis geknüpft, welches EU-Finanzintermediären im jeweiligen Drittstaat spiegelbildlich ebenfalls Marktzugang verschafft.⁸⁴ Die einschlägigen Drittstaatenregeln sehen darüber hinaus i.d.R. vor, dass Kooperationsabkommen zwischen den Drittstaatenbehörden und der zuständigen ESA abzuschliessen sind.⁸⁵ Schliesslich muss der Drittstaat gewisse Mindestanforderungen im Bereich der Geldwäschereibekämpfung und der Steuertransparenz einhalten.⁸⁶

Von grosser Bedeutung ist der Nachweis der materiellen Äquivalenz. Die Kriterien, um die Gleichwertigkeit zu beurteilen, unterscheiden sich je nach Sekundärrechtsakt. Mitunter werden gewisse Vergleichskriterien vorgegeben, deren Konkretisierungsgrad je nach spezifischer Grundlage stark variiert. Bei der Beurteilung bleibt

⁸² Vgl. hierzu LEHMANN/ZETZSCHE, N 46 ff.; vgl. auch JUTZI 2021, *passim*.

⁸³ LEHMANN/ZETZSCHE, N 21.

⁸⁴ LEHMANN/ZETZSCHE, N 21; ZETZSCHE, 62 ff.

⁸⁵ JUTZI/SCHÄREN, 416.

⁸⁶ LEHMANN/ZETZSCHE, N 26. Hier sind insb. Standards der Financial Action Task Force (FATF) sowie die Musterabkommen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) angesprochen.

den europäischen Institutionen i.d.R. aber ein grosser Ermessensspielraum.⁸⁷ Gelegentlich fliessen dabei auch politische Gesichtspunkte ein.⁸⁸ Immerhin scheint inzwischen anerkannt zu sein, dass der Rechtsvergleich methodisch keine schematische Gegenüberstellung von Normen (*line-by-line comparison*) darstellt. Stattdessen soll ergebnisorientiert danach gefragt werden, ob das Drittstaatenregime funktional betrachtet ähnliche Wirkungen zeitigt wie das europäische Äquivalent.⁸⁹

- 27 Prominente *Anwendungsfälle* des Äquivalenzprinzips sind das Drittstaatenregime für Wertpapierfirmen von MiFID II/MiFIR⁹⁰, die Infrastrukturegulierungen unter EMIR (insb. Drittstaaten-CCPs)⁹¹ und CSDR (Drittstaaten-Zentralverwahrer)⁹², die Regulierung von Ratingagenturen⁹³ oder die Benchmark-Regulierung.⁹⁴ Einige Regulierungsfelder enthalten schliesslich Marktzugangskonzepte, die vom Äquivalenzprinzip abweichen oder dieses ergänzen bzw. modifizieren.⁹⁵ Erstaunlicherweise sehen gewisse Regulierungsbereiche des europäischen Finanzmarktrechts überhaupt keinen Marktzugang vor. Dies betrifft insb. Bankdienstleistungen (CRD/CRR), die Direktversicherung (Solvency II) oder den Effektenfondsbereich (OGAW-RL).⁹⁶

2.2 Verfahren

- 28 Das Verfahren der Äquivalenzprüfung ist je nach konkretem Regelungsbereich und betroffenem Sekundärrechtsakt unterschiedlich ausgestaltet. Typischerweise werden Äquivalenzentscheide unilateral durch die Kommission gestützt auf eine

⁸⁷ LEHMANN/ZETZSCHE, N 21 («offener und auslegungsfähiger Begriff»).

⁸⁸ LEHMANN/ZETZSCHE, N 21 («politische Verhandlungsmasse»).

⁸⁹ Commission COM(2019) 349, 8: «Bei den Gleichwertigkeitsprüfungen der Rahmen von Drittländern werden deren Ergebnisse bei Regulierung und Beaufsichtigung bewertet (...). Die Regelungen von Drittländern müssen nicht mit dem EU-Rahmen identisch sein, aber die gleichen Ergebnisse gewährleisten.»

⁹⁰ Art. 47 Abs. 1 MiFIR.

⁹¹ Art. 25 Abs. 2 lit. b, Abs. 6 EMIR.

⁹² Art. 25 Abs. 9 CSDR.

⁹³ Art. 5 Abs. 6 Rating-VO.

⁹⁴ Art. 30 Benchmark-VO.

⁹⁵ Vgl. dazu unten, N 31 ff.

⁹⁶ LEHMANN/ZETZSCHE, N 16, 35, 42.

Empfehlung einer ESA gefällt.⁹⁷ Drittstaaten können die Aufnahme eines Verfahrens weder beantragen noch steht gegen Entscheide der Kommission oder anderer europäischer Institutionen ein Rechtsmittel zur Verfügung.⁹⁸

2.3 Rechtswirkungen

Wird einem Drittstaat für einen bestimmten Regelungsbereich ein äquivalenzbasierter Marktzugang gewährt, dürfen entsprechende Drittstaateninstitute mittels Drittstaaten-Passporting im gesamten europäischen Binnenmarkt tätig werden.⁹⁹ Einzuhalten ist dabei das jeweilige Drittstaatenrecht, welches als *Surrogat* für die Einhaltung des europäischen Rechts wirkt (*substituted compliance*).¹⁰⁰ Für die Zulassung und die laufende Aufsicht ist dabei jeweils primär die Aufsichtsbehörde des Drittstaats zuständig.¹⁰¹ Die europäischen Institutionen (insb. die Kommission) überprüfen indessen die korrekte Umsetzung der Aufsichtsbestimmungen.¹⁰² Damit wird das Sitzlandprinzip des europäischen Aufsichtsrechts sinngemäss auch im Verhältnis zu Drittstaaten angewendet.¹⁰³

2.4 Erkenntnisse

Die Ausführungen haben gezeigt, dass der zentrale Marktzugangsmechanismus des europäischen Finanzmarktrechts das Äquivalenzprinzip ist. Dieses Prinzip ist vergleichsweise liberal, da es die Einhaltung des europäischen Rechts i.d.R. entbehrlich macht (ersatzweise Anwendung des Drittstaatenrechts statt *national treatment*). Zudem ermöglicht das Prinzip Drittstaatenakteuren in gewissen Berei-

⁹⁷ EP Directorate-General for Internal Policies, 2.

⁹⁸ Commission Staff working document, 8; LEHMANN/ZETZSCHE, N 22.

⁹⁹ LEHMANN/ZETZSCHE, N 28.

¹⁰⁰ Vgl. zum Begriff *substituted compliance* IOSCO Final Report, 14; LEHMANN/ZETZSCHE, N 13.

¹⁰¹ EP Directorate-General for Internal Policies, 5 f. Besonderheiten ergeben sich bei der Regulierung der Verwalter alternativer Investmentfonds gemäss der AIFM-RL (EP Directorate-General for Internal Policies, 5 [«Model 1»]). Hier erfolgt die Zulassung eines Drittstaaten-AIFM durch die NCA im sog. Referenzmitgliedstaat. In Rechnung zu stellen ist ausserdem, dass sich gegenüber den ESAs mitunter Anerkennungs- bzw. Registrierungsvoraussetzungen ergeben (so z.B. Art. 25 Abs. 1 EMIR oder Art. 46 Abs. 1 MiFIR).

¹⁰² Commission Staff working document, 12.

¹⁰³ Vgl. zum Sitzlandprinzip oben, N 19 f.

chen eine Teilhabe an den Freizügigkeiten des Finanzbinnenmarkts. Auf einer aufsichtsrechtlichen Ebene wird überwiegend das Sitzlandprinzip angewendet, welches auch im euro-internen Verhältnis zur Anwendung gelangt. Dadurch erfolgen die Zulassung und die Wahrnehmung der laufenden Aufsicht i.d.R. primär durch die zuständige Aufsichtsbehörde des entsprechenden Drittstaats.

3. Exkurs: Besondere Marktzugangsmechanismen

3.1 Allgemeines

- 31 Das Äquivalenzprinzip hat sich, wie ausgeführt, zum vorrangigen Marktzugangsmechanismus des europäischen Finanzmarktrechts entwickelt. Dennoch existieren auch Marktzugangsmechanismen, die alternative Konzepte enthalten oder das Äquivalenzprinzip modifizieren bzw. mit anderen Mechanismen kombinieren.¹⁰⁴ Nachfolgend werden diese Besonderheiten überblickartig dargestellt und im Kontrast zum Äquivalenzprinzip betrachtet.

3.2 Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM)

- 32 Ein prominentes Beispiel für einen alternativen Marktzugangsmechanismus stellt die *Drittstaatenordnung der AIFM-RL* dar.¹⁰⁵ Art. 37 ff. AIFM-RL gewähren AIFM aus Drittstaaten (sog. Nicht-EU-AIFM) unter gewissen Voraussetzungen das Recht, mit einem Passport grenzüberschreitende Verwaltungs- oder Vertriebstätigkeiten im europäischen Binnenmarkt auszuüben.¹⁰⁶ Die Tätigkeiten beziehen sich auf den Vertrieb und/oder die Verwaltung von alternativen Investmentfonds (AIF). Dabei sind im Rahmen dieser Drittstaatenregeln diverse Konstellationen zu unterscheiden. Nicht-EU-AIFM können zunächst in der EU ansässige AIF (sog. EU-AIF) *verwalten* (Verwaltungspass). Ferner dürfen Nicht-EU-AIFM von ihnen verwaltete EU-AIF oder Drittstaaten-AIF (sog. Nicht-EU-AIF) in der EU an professionelle Anleger *vertreiben* (Vertriebspass).
- 33 Als wesentliches materielles Zulassungskriterium für die Inanspruchnahme des Passports für Drittstaaten-AIFM statuiert die AIFM-RL *nicht* das Äquivalenzprinzip.¹⁰⁷ Stattdessen wird primär vorausgesetzt, dass der Nicht-EU-AIFM die Be-

¹⁰⁴ SCHÄREN/JUTZI, 417 ff.

¹⁰⁵ Vgl. hierzu im Einzelnen SIERADZKI, N 413 ff.

¹⁰⁶ Art. 37 Abs. 1 i.V.m. Art. 39 und 40 AIFM-RL.

¹⁰⁷ SCHÄREN/JUTZI, 417, m.w.H.

stimmungen der AIFM-RL unmittelbar einhält.¹⁰⁸ Konsequenterweise erfolgt die Zulassung des AIFM durch die NCA im sogenannten Referenzmitgliedstaat.¹⁰⁹ Die AIFM-RL verfolgt also nicht primär einen Äquivalenzansatz (*substituted compliance*), sondern verwirklicht das Prinzip *national treatment*.¹¹⁰ Obschon der Marktzugang in erster Linie von der Einhaltung des harmonisierten europäischen Rechts abhängig gemacht wird, kommt das Äquivalenzprinzip im Rahmen einer *Kollisionsregel* immerhin subsidiär zur Anwendung. Der Nicht-EU-AIFM muss die AIFM-RL nämlich nicht direkt einhalten, sofern die «Einhaltung einer Bestimmung [der AIFM-RL] mit der Einhaltung der Rechtsvorschriften unvereinbar ist, denen der Nicht-EU-AIFM und/oder der in der Union vertriebene Nicht-EU-AIF unterliegt.»¹¹¹ Der Nicht-EU-AIFM muss diesfalls belegen, (i) dass «es nicht möglich ist, die Einhaltung [der AIFM-RL] mit der Einhaltung einer verpflichtenden Rechtsvorschrift, der der Nicht-EU-AIFM und/oder der in der Union vertriebene Nicht-EU-AIF unterliegt, miteinander zu verbinden»¹¹² und (ii) dass «die Rechtsvorschriften, denen der Nicht-EU-AIFM und/oder der Nicht-EU-AIF unterliegt, eine *gleichwertige Bestimmung* mit dem gleichen Regelungszweck und dem gleichen Schutzniveau für die Anleger des betreffenden AIF enthalten.»¹¹³ Ausserdem muss der AIFM (iii) diese gleichwertige Bestimmung tatsächlich einhalten.¹¹⁴ Sind diese Voraussetzungen gegeben, kann der Nicht-EU-AIFM ersatzweise das entsprechende *Drittstaatenrecht* einhalten.

3.3 Prospektrecht

Ein Marktzugangsmechanismus, der das Äquivalenzprinzip mit weiteren Marktzugangskonzepten kombiniert (hybrider Mechanismus), liegt im Prospektrecht (Prospekt-VO) vor. Die Prospekt-VO regelt die Prospektspflicht beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren (Emissionsprospekt) sowie bei der Zulassung an einem

34

¹⁰⁸ Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL. Nicht einzuhalten sind einzig die Bestimmungen gemäss Kapitel VI der AIFM-RL. Zusätzlich kommt parallel auch das jeweilige Drittstaatenrecht zur Anwendung, so dass der Nicht-EU-AIFM faktisch *sowohl* das Drittstaatenrecht *als auch* die AIFM-RL beachten muss.

¹⁰⁹ Der Referenzmitgliedstaat bestimmt sich nach den Regeln in Art. 37 Abs. 4 AIFM-RL.

¹¹⁰ Vgl. dazu oben, N 19 f.

¹¹¹ Art. 37 Abs. 2 Satz 2 AIFM-RL.

¹¹² Art. 37 Abs. 2 lit. a AIFM-RL.

¹¹³ Art. 37 Abs. 2 lit. b AIFM-RL (Hervorhebung hinzugefügt).

¹¹⁴ Art. 37 Abs. 2 lit. c AIFM-RL.

geregelten Markt (Zulassungsprospekt).¹¹⁵ Das Herzstück der Prospekt-Regulierung ist der in Art. 24 Prospekt-VO geregelte Prospekt-Passport. Danach kann ein im Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten genehmigter Prospekt anschliessend ohne erneute Genehmigung auch in einem anderen Mitgliedstaat verwendet werden. Darüber hinaus enthält die Prospekt-VO auch ein *Drittstaatenregime*, welches den europäischen Pass auch für Emittenten aus Drittstaaten zugänglich macht (Art. 28 Prospekt-VO). Der Marktzugangsmechanismus der Prospekt-VO stellt dem Drittstaaten-Emittenten hierfür zwei *alternative Optionen* zur Verfügung.

- Zunächst besteht die Möglichkeit, einen Prospekt vor der Emission nach den materiellen Vorschriften der Prospekt-VO genehmigen zu lassen.¹¹⁶ Nach erfolgter Genehmigung kann der Drittstaaten-Emittent das Passporting originär in Anspruch nehmen wie ein Inlandemittent.¹¹⁷ Anstatt des Äquivalenzprinzips gilt hier somit das Konzept *national treatment*.
- Alternativ kann sich der Drittstaatenemittent auf einen Prospekt stützen, der im entsprechenden *Drittstaat* nach dem dort geltenden Recht erstellt und genehmigt wurde.¹¹⁸ Der Drittstaatenprospekt wirkt indessen nur dann als Surrogat für den europäischen Prospekt gemäss Prospekt-VO, wenn (i) die den Emittenten durch das Drittstaatenrecht auferlegten Informationspflichten den Anforderungen der Prospekt-VO *gleichwertig* sind¹¹⁹ und (ii) die NCA des europäischen Herkunftsmitgliedstaats Kooperationsvereinbarungen mit den Aufsichtsbehörden des entsprechenden Drittstaats abgeschlossen hat.¹²⁰ Gegebenenfalls steht für den Drittstaatenprospekt ebenfalls das europäische Passporting zur Verfügung.

35 Das Drittstaatenregime lässt dem Drittstaaten-Emittenten somit die Wahl, ob er das europäische Prospektrecht einhalten und einen Prospekt gemäss Prospekt-VO erstellen will. Alternativ kann er sich bei der Erstellung des Prospekts ersatzweise auf das Recht seines Sitzstaates stützen. Da das Drittstaatenrecht im Fall der An-

¹¹⁵ Art. 1 Abs. 1 Prospekt-VO; vgl. dazu LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 34.7 ff.

¹¹⁶ Art. 28 Prospekt-VO. Für die Genehmigung ist die NCA des sog. Herkunftsmitgliedstaats zuständig. Der Herkunftsmitgliedstaat ergibt sich aus Drittstaatensicht aus Art. 2 Abs. 2 lit. m Ziff. ii, iii Prospekt-VO; vgl. hierzu LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 34.36 ff.

¹¹⁷ Art. 28 Abs. 2 Prospekt-VO.

¹¹⁸ Art. 29 Prospekt-VO; LUTTER/BAYER/SCHMIDT, N 34.37.

¹¹⁹ Art. 29 Abs. 1 lit. a Prospekt-VO.

¹²⁰ Art. 29 Abs. 1 lit. b Prospekt-VO. Der Herkunftsmitgliedstaat definiert sich nach Art. 2 Abs. 2 lit. m Ziff. ii, iii Prospekt-VO.

rufung der zweiten Option in wesentlichen Fragen gleichwertig sein muss, liegt hier letztlich wiederum das *Äquivalenzprinzip* vor. Im Gegensatz zu den klassischen äquivalenzbasierten Drittstaatenregeln hat der Emittent als Drittstaatenakteur indessen die *Wahl*, ob er sich darauf stützen will. Im Unterschied zum Marktzugangsmechanismus der AIFM-RL ist die äquivalenzbasierte Option nicht subsidiär im Sinne einer Kollisionsregel, sondern eine frei wählbare Option. Selbstverständlich ist diese Option von vornherein nur relevant, wenn das entsprechende Drittstaatenrecht am Sitz des Emittenten tatsächlich als gleichwertig eingestuft wurde.

4. Entwicklung und Tendenzen

4.1 Hintergründe

In jüngster Zeit gab es in der EU auf unterschiedlichen Ebenen Reformbestrebungen, die alle darauf abzielen, das etablierte Marktzugangskonzept des europäischen Finanzmarktrechts zu *modifizieren*.¹²¹ Die inzwischen weitgehend umgesetzten Reformen betreffen sowohl die institutionelle Ebene (insb. die Aufsichtsfunktionen der ESAs) als auch materiell-rechtliche Bereiche. Die Neuordnung stellt eine parallele Entwicklung zum *Brexit*-Prozess dar und soll die damit verbundene makroökonomische sowie politische Desintegration regulatorisch nachvollziehen. 36

Diese Entwicklungen sind indessen nicht nur mit aufsichtsrechtlicher Rationalität zu erklären. Es kommen darin auch die unterschiedlichen politischen Präferenzen und Interessen der Mitgliedstaaten zum Ausdruck.¹²² Aufbauend auf dem Diskussionsstand in der *politischen Ökonomie* können hier zwei gegensätzliche nationale Interessen erwähnt werden, die für die Gestaltung der Drittstaatenordnung prägend sind. Nach einem liberalen Ansatz soll das europäische Finanzmarktrecht gegenüber Drittstaaten offen ausgestaltet werden (*market-making approach*). Das zentrale Instrument, um diese Offenheit zu realisieren, ist seit der Finanzkrise das *Äquivalenzprinzip*, welches sich im Sekundärrecht inzwischen etabliert hat. Dieser politische Ansatz wurde bis anhin vorwiegend durch das Vereinigte Königreich vertreten. Die Drittstaatenordnung soll aus der Sicht des Vereinigten Königreichs bewusst liberal ausgestaltet sein, um Drittstaatenakteuren, die von London aus operieren, den Zugang zum europäischen Markt zu ermöglichen. 37

¹²¹ EP Directorate-General for Internal Policies, 7 ff.; Commission COM (2019) 349, 4 ff., 6.

¹²² QUAGLIA 2018, 249 ff., m.w.H.; SCHÄREN/JUTZI 2020, 242.

- 38 Im Kontrast zu dieser liberalen Politik steht der sog. *market-shaping approach*, der typischerweise von Frankreich und Deutschland verfolgt wird. Nach dieser Politik sollte der Marktzugang eher restriktiv ausgestaltet werden, um zu verhindern, dass die aufsichtsrechtlichen Prinzipien des europäischen Finanzmarktrechts missachtet werden. Entsprechend dienen äquivalenzbasierte Marktzugangsmechanismen nach diesem Verständnis überwiegend dazu, den «Import» finanzieller Instabilität aus Drittstaaten zu verhindern. Die jüngsten Entwicklungen, die eine Tendenz zur restriktiveren Gestaltung des Drittstaatenmarktzugangs im Sinne des *market-shaping* erkennen lassen, könnten als Vorboten einer kommenden Machtverschiebung gedeutet werden. Der schwindende Einfluss des Vereinigten Königreichs könnte eine Mitursache der zunehmenden Bedeutung des *market-shaping approach* darstellen. Darüber hinaus liegt die Prognose auf der Hand, dass sich diese Tendenz künftig noch verstärken dürfte.

4.2 Institutionelle Entwicklung

- 39 Am 20. September 2017 hat die Kommission einen Gesetzgebungsvorschlag zur Reform der Aufsichtskompetenzen der ESAs veröffentlicht (sog. ESA Review).¹²³ Im Rahmen dieses Reformpakets wurde auch eine stärkere Einbindung der ESAs in den Prozess der Anwendung äquivalenzbasierter Drittstaatenregimes vorgeschlagen.
- 40 In der Folge wurde Art. 33 («[i]nternationale Beziehungen») der jeweiligen ESA-VO¹²⁴ angepasst, um diese Kooperation zu verbessern. Die ESAs sollen insb. aktuelle regulatorische und aufsichtsrechtliche Entwicklungen in Drittstaaten überwachen, so dass Äquivalenzbeschlüsse nötigenfalls an neue Entwicklungen angepasst werden können (*ex-post* und *on-going monitoring*). Darüber hinaus übermitteln die ESAs der Kommission jährlich einen vertraulichen Bericht über ihre Feststellungen. Um diese Aufgaben erfüllen zu können, treffen die ESAs auch Verwaltungsvereinbarungen mit Aufsichtsbehörden in Drittländern. Auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass die ESAs die relevanten Informationen beschaffen können, um ihre Aufgabe zu erfüllen.

¹²³ COM (2017) 536, 2017/0230 (COD) vom 20. September 2017; EP Directorate-General for Internal Policies, 7 f.; vgl. dazu auch JUTZI/SCHÄREN 2019, 419.

¹²⁴ EBA-VO, ESMA-VO und EIOPA-VO. Der Art. 33 mit der Marginalie «[i]nternationale Beziehungen» ist in jeder der drei Verordnungen enthalten.

4.3 Ausgewählte materielle Entwicklungen

4.3.1 EMIR-Reform

Eine weitere zentrale Reform, die einen Einfluss auf die Gestaltung der Drittstaatenordnung hat, betrifft die Regulierung von Drittstaaten-CCPs unter EMIR (EMIR 2.2).¹²⁵ Nach einem Kommissionsvorschlag vom Juni 2017 sollte das Aufsichtskonzept mit Bezug auf Drittstaaten-CCPs neu differenzierter ausgestaltet werden. Die Reform ist inzwischen in Kraft getreten. 41

Das EMIR-Drittstaatenregime für CCPs folgt traditionell dem Äquivalenzprinzip. Entsprechend dürfen Drittstaaten-CCPs Clearing-Dienstleistungen in der EU anbieten, wenn u.a. das entsprechende Drittstaatenrecht als äquivalent eingestuft wird.¹²⁶ Das neue System differenziert danach, ob eine Drittstaaten-CCP für die EU systemrelevant ist oder nicht.¹²⁷ CCPs, die in die erste Kategorie fallen, werden als *Tier 1 CCPs* qualifiziert, die übrigen CCPs als *Tier 2 CCPs*. 42

Im Gegensatz zum aktuellen Drittstaatenregime, welches dem allgemeinen Äquivalenzmodell folgt, soll für *Tier 2 CCPs* nach dem Reformvorschlag ein Sonderregime geschaffen werden, das weitergehende Anforderungen enthält. *Tier 2 CCPs*, die Dienstleistungen an Teilnehmer oder Handelsplätze in der EU erbringen wollen (insb. im Zusammenhang mit dem *Clearing* von OTC-Derivaten), bedürfen einer Zulassung und Registrierung durch die ESMA. Der Zulassungsprozess gleicht dabei demjenigen für lokale EU-CCPs. Da die Zulassung durch die ESMA parallel zur Zulassung und Aufsicht der jeweiligen Drittstaaten erfolgt, resultiert eine überschneidende Zulassung und Aufsicht (*dual supervision*). Um diesen Aufsichtsprozess zu ermöglichen, muss sich die *Tier 2 CCP* dazu verpflichten, der ESMA auf Verlangen alle Dokumente, Informationen und Daten zur Verfügung zu stellen. Zudem muss der ESMA Zugang zu allen Geschäftslokalitäten der CCP gewährt werden. *Tier 2 CCPs* haben in materiell-rechtlicher Hinsicht wesentliche Bestandteile von EMIR direkt einzuhalten (Art. 16 sowie die Titel IV und V EMIR). Darin ist *prima vista* eine Abkehr vom sonst im Drittstaatenregime von EMIR geltenden Äquivalenzprinzip zu sehen, da es nach der Reformvorlage gerade nicht mehr darauf ankommt, ob das Drittstaatenrecht mit dem einschlägigen 43

¹²⁵ COM(2017) 331, 2017/0090 (COD) vom 13. Juni 2017 (zit. EMIR 2.2 Proposal); EP Directorate-General for Internal Policies, 8 f.; vgl. zum Ganzen auch JUTZI/SCHÄREN, 419 f.

¹²⁶ Art. 25 Abs. 2 lit. b, Abs. 6 EMIR; vgl. hierzu auch oben, N 25 ff.

¹²⁷ Art. 25 Abs. 2a EMIR 2.2.

europäischen Äquivalent als gleichwertig erscheint. Immerhin sieht die Vorlage vor, dass die ESMA auf Antrag der *Tier 2 CCP* berücksichtigen muss, inwiefern die einzuhaltenden Bestimmungen der EMIR bereits durch das entsprechende Drittstaatenrecht abgedeckt sind (sog. *Vergleichbarkeitsprinzip* bzw. *comparable compliance*).¹²⁸ Falls die Vergleichbarkeit gegeben ist, kann auf eine (parallele) Anwendbarkeit der entsprechenden EMIR-Bestimmung verzichtet werden. Das Vergleichbarkeitsprinzip stellt eine weiterentwickelte Form des Äquivalenzprinzips dar.

- 44 Eine weitere bemerkenswerte materielle Änderung des Drittstaatenregimes ist schliesslich die Einführung der sog. *location policy*.¹²⁹ Danach hat die Kommission die Kompetenz, einer *Tier 2 CCP* die Sitzverlegung in den EU-Raum vorzuschreiben, wenn die Systemrelevanz so wesentlich ist, dass die übrigen Anforderungen und Modalitäten nicht genügen. Eine *Tier 2 CCP* müsste diesfalls als EU-CCP zugelassen werden und der Drittstaatenmarktzugang stünde nicht mehr zur Verfügung.

4.3.2 Investment Firm Review

- 45 Am 20. Dezember 2017 veröffentlichte die Kommission einen Gesetzgebungsvorschlag zur Reform der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Tätigkeit von Wertpapierfirmen gemäss MiFID II und MiFIR (*Investment Firm Review*).¹³⁰ Die entsprechenden Anpassungen sind inzwischen in Kraft getreten. Im Rahmen der erwähnten Revisionen wurde auch das *Drittstaatenregime* gemäss MiFID II/MiFIR angepasst.¹³¹ Dieser Marktzugangsmechanismus erlaubt Wertpapierfirmen aus Drittstaaten unter gewissen Voraussetzungen, Wertpapierdienstleistungen grenzüberschreitend in der EU an gewisse professionelle Anleger und geeignete Gegenparteien zu erbringen.¹³² Die Tätigkeit der Drittstaatenfirma darf dabei unter Inanspruchnahme eines Passporting im gesamten europäischen Raum ausgeübt werden. Obschon die Zulassung und Aufsicht über grenzüberschreitend tätige Wertpapierfirmen durch die Aufsichtsbehörde des Drittstaats ausgeübt wird, hat

¹²⁸ Art. 25a EMIR 2.2.

¹²⁹ Art. 25 Abs. 2c UAbs. 4 lit. a EMIR 2.2.

¹³⁰ EP Directorate-General for Internal Policies, 9.

¹³¹ COM(2017) 790, 2017/0359 (COD) vom 20. Dezember 2017, 6, 77 ff. (Änderungen zu Art. 46 und 47 MiFIR); COM(2017) 791, 2017/0358 (COD) vom 20. Dezember 2017 (Änderung in MiFID II).

¹³² Art. 46 Abs. 1 MiFIR; vgl. hierzu auch oben, N 27.

immerhin eine Registrierung bei der ESMA zu erfolgen.¹³³ Das zentrale materielle Regelungskriterium für die Gewährleistung dieser Option ist die *Äquivalenz* des entsprechenden Drittstaatenrechts.¹³⁴

Die Reform führte zu verschiedenen materiellen Verschärfungen.¹³⁵ So haben Drittstaatenfirmen gegenüber der ESMA besondere Meldepflichten. Ferner muss eine Drittstaatenfirma der ESMA im Rahmen des Registrierungsprozesses zusätzliche Informationen übermitteln. Auch das materielle Äquivalenzkonzept wurde auf unterschiedlichen Ebenen präzisiert und verschärft. So werden nun neu spezifische Anforderungen an die im Drittstaat für Wertpapierfirmen geltenden «Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln» gestellt. Das Recht des Drittstaats muss zudem gewährleisten, dass die im Drittstaat zugelassenen Firmen einer wirksamen Beaufsichtigung und Durchsetzung unterliegen, durch welche die Einhaltung der Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln sichergestellt wird. Weiter wird ein Reziprozitätserfordernis statuiert. Falls die in der EU erbrachten Dienstleistungen und Tätigkeiten als *systemrelevant* qualifiziert werden, darf die Kommission die jeweilige ausländische Rechtsordnung erst nach einer «*detaillierten Bewertung*» als äquivalent einstufen.¹³⁶ Zu diesem Zweck muss auch die «*aufsichtliche Konvergenz*» zwischen dem Drittstaat und der EU bewertet und berücksichtigt werden. Die Kommission darf die Tätigkeit systemrelevanter Wertpapierfirmen an spezifische operative Bedingungen knüpfen, welche die Einhaltung der Voraussetzungen der Äquivalenz sicherstellen. Werden Äquivalenzbeschlüsse erlassen, muss die ESMA anschliessend die regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Entwicklungen, die Durchsetzungspraxis sowie sonstige relevante Marktentwicklungen im entsprechenden Drittstaat beobachten. Dabei soll überprüft werden, ob die Grundlagen der Äquivalenzbeurteilung nach wie vor erfüllt sind. Die ESMA hat der Kommission über ihre Befunde jährlich einen vertraulichen Bericht zu unterbreiten.

46

¹³³ Art. 48 MiFIR.

¹³⁴ Art. 46 Abs. 4 i.V.m. Art. 47 MiFIR.

¹³⁵ JUTZI/SCHÄREN, 420 ff.; vgl. insb. die Änderungen in Art. 46, 47 und 49 MiFIR (rev. 2019).

¹³⁶ Art. 47 Abs. 1 UAbs. 2 MiFIR (rev. 2019).

3. Teil:
Schweizer Finanzmarktrecht

§ 5 Ausgangslage

Da die Schweiz weder der EU noch dem EWR angehört, kann sie nicht unmittelbar am Finanzbinnenmarkt teilnehmen und gilt als *Drittstaat*.¹³⁷ Ein staatsvertraglich geregelter Marktzugang für den Finanzdienstleistungssektor besteht derzeit nicht.¹³⁸ Das Freihandelsabkommen aus dem Jahr 1972 regelt den Finanzdienstleistungsverkehr nicht und auch die bilateralen Verträge aus dem Jahr 1999 und 2004 stellen keine Grundlage für einen Marktzugang im Finanzdienstleistungssektor dar.¹³⁹ Ein umfassender Marktzugang dürfte bis auf Weiteres ein utopisches Ziel bleiben. So hätte auch das inzwischen gescheiterte institutionelle Rahmenabkommen (InstA) nicht unmittelbar zu einem umfassenden Marktzugang für die Finanzdienstleistungsindustrie geführt.¹⁴⁰

In Ermangelung spezifischer staatsvertraglicher oder anderer institutioneller Grundlagen muss sich die Marktzugangspolitik der Schweiz weitgehend an der sekundärrechtlichen Drittstaatenordnung und deren Marktzugangsmechanismen orientieren.¹⁴¹ Dabei muss von der Hypothese ausgegangen werden, dass es auch in Zukunft keinen institutionalisierten Marktzugang ausserhalb der sekundärrechtlichen Optionen geben wird.¹⁴² Die Schweizer Marktzugangspolitik wird damit weitgehend durch exogene Faktoren bestimmt, die im Einflussbereich der EU liegen.

¹³⁷ Die Teilnahme am Finanzbinnenmarkt und den internen Marktzugangsprivilegien ist naturgemäss den EU- und EWR-Mitgliedstaaten vorbehalten (JUTZI/SCHÄREN, 410 ff.).

¹³⁸ JUTZI, 1 f.; JUTZI/FEUZ, Rz. 1 f. Als Ausnahme sei das Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft betreffend die Direktversicherung mit Ausnahme der Lebensversicherung vom 10. Oktober 1989 (Stand: 3. Juli 2018), SR. 0.961.1, erwähnt.

¹³⁹ JUTZI, 1 f., m.w.H.

¹⁴⁰ Erläuterungen zum institutionellen Abkommen Schweiz–EU vom 16. Januar 2019, 5.

¹⁴¹ Vgl. dazu oben, N 24 ff.

¹⁴² SCHÄREN/JUTZI 2020, 237.

§ 6 Marktzugangsstrategien

I. Allgemeines

Der europäische Marktzugang gehört seit Jahren «zu den strategischen Kernanliegen der Finanzmarktpolitik.»¹⁴³ Dabei wird «das Ziel eines umfassenden Zutritts zum EU-Markt für den Schweizer Finanzsektor» verfolgt, was über einen bloss sektoralen oder punktuellen Marktzugang hinausgeht.¹⁴⁴ Dieser Zielsetzung entsprechend haben sich auf verschiedenen strategischen Ebenen programmatische Ansätze herausgebildet. Basis dieser Politik ist ein Grundlagenpapier des Bundesrats aus dem Jahr 2009, worin strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz definiert werden.¹⁴⁵ Im rechtspolitischen Diskurs der darauffolgenden Jahre wurde jeweils auf diese Grundstrategien Bezug genommen.¹⁴⁶ Die Massnahmen, die den strategischen Stossrichtungen zugrunde liegen, lassen sich in vier Kategorien einteilen («vier Pfeiler»)¹⁴⁷ Die erste Strategie besteht im Abschluss von (bilateralen) *Marktzugangsvereinbarungen* mit den EU-Mitgliedstaaten, deren Finanzmärkte für die Schweizer Finanzindustrie von Bedeutung sind. Der zweite Ansatz liegt in der Schaffung einer europakompatiblen Schweizer Regulierung, um im Rahmen des Äquivalenzkonzepts punktuell Marktzugangsoptionen wahrnehmen zu können (sog. *Äquivalenzstrategie*). Die dritte Marktzugangsstrategie sieht einen *Dialog* mit der EU über Marktzugangsfragen vor. Im Rahmen der vierten Option sollen schliesslich vertiefte Abklärungen zu einem möglichen *Finanzdienstleistungsabkommen* vorgenommen werden.

Diese Strategien sollen nachfolgend im Einzelnen dargestellt und kritisch gewürdigt werden. Dabei soll jeweils untersucht werden, wie die entsprechende Marktzugangsstrategie konkret umgesetzt worden ist, welcher Marktzugangserfolg dabei erzielt werden konnte und worin allfällige aufsichtsrechtliche, tatsächliche und politische Hindernisse bestehen. Als rechtspolitischer Referenzpunkt dient das

¹⁴³ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 17.

¹⁴⁴ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18.

¹⁴⁵ Bundesrat, Strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz. Bericht in Beantwortung des Postulats Graber (09.3209) vom 16. Dezember 2009, 47 ff.

¹⁴⁶ Vgl. z.B. Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 22 ff. Auch die Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 17 f., baut auf den erwähnten Stossrichtungen auf.

¹⁴⁷ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 17.

Ziel eines möglichst umfassenden, d.h. sektorübergreifenden europäischen Marktzugangs.

II. Bilaterale Marktzugangsabkommen

1. Konzept

- 51 Bilaterale Marktzugangsabkommen dienen der Erschliessung eines lokalen Marktzugangs in ausgewählten europäischen Mitgliedstaaten, die für die Schweizer Finanzindustrie von strategischem Interesse sind.¹⁴⁸ Marktzugangsabkommen sollen auf Reziprozität basieren und daher gegenseitigen Marktzugang gewähren.¹⁴⁹ Der Marktzugang soll dabei auf der Grundlage einer gleichwertigen Regulierung und Aufsicht erfolgen.¹⁵⁰ Diese Konzeption ist im Schweizer Aufsichtsrecht z.T. vorgezeichnet.¹⁵¹
- 52 Als Modellfall für bilaterale Marktzugangsabkommen mit EU-Mitgliedstaaten wird oft die Vereinbarung mit der Bundesrepublik Deutschland betreffend das vereinfachte Freistellungsverfahren erwähnt.¹⁵² Gestützt auf diese Grundlage können Banken bei der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in einem vereinfachten Verfahren eine Freistellung beantragen. Die Freistellung ermöglicht Schweizer Banken, in Deutschland grenzüberschreitende Geschäftsbeziehungen anzubahnen. Ausserdem schafft die erwähnte Vereinbarung die Grundlage für die erleichterte Zulassung grenzüberschreitend vertriebener OGAW-kompatibler kollektiver Kapitalanlagen im jeweiligen Hoheitsgebiet.¹⁵³ Weitere entscheidende Erfolge konnten im europäischen Raum bislang nicht verzeichnet

¹⁴⁸ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 23 f.

¹⁴⁹ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 24 f.

¹⁵⁰ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 25.

¹⁵¹ Vgl. z.B. Art. 122 KAG.

¹⁵² Briefwechsel vom 3. Juli/15. August 2013 zwischen der Schweiz und Deutschland zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Tätigkeit im Finanzbereich (MoU), SR 0.956.113.61; FINMA-Mitteilung Nr. 54 vom 6. Januar 2014: Vereinfachtes Freistellungsverfahren für Schweizer Banken bei grenzüberschreitenden Tätigkeiten im Finanzbereich in Deutschland; vgl. hierzu auch Gutachten JUTZI, 21 ff., 38 ff.

¹⁵³ FINMA-Mitteilung 55 vom Januar 2014, 3 f., m.w.H.

werden. So fehlen z.B. nach wie vor Marktzugangsabkommen mit Frankreich, Italien und Spanien.¹⁵⁴

2. Limitierungen

Der bilaterale Ansatz birgt diverse *Limitierungen* und kann daher auf dem Weg zu einem umfassenden europäischen Marktzugang nur als provisorische Lösung betrachtet werden. 53

Zunächst ist zu berücksichtigen, dass ein auf bilateralem Weg erreichter Marktzugang bloss lokale Aktivitäten im jeweiligen Mitgliedstaat ermöglicht. Ausgehend vom übergeordneten «Ziel eines umfassenden Zutritts zum EU-Markt für den Schweizer Finanzsektor»¹⁵⁵ sind globale Marktzugangsoptionen vorzugswürdig, die nach Möglichkeit den gesamten Finanzbinnenmarkt einschliessen. Muss ein Schweizer Finanzintermediär in jedem einzelnen Mitgliedstaat unterschiedliche aufsichtsrechtliche und operative Anforderungen beachten, kann daraus ein unerwünschter logistischer Mehraufwand entstehen. So ist es z.B. eine ineffiziente operative Lösung, in mehreren Staaten parallele physische Strukturen (z.B. Zweigniederlassungen) unterhalten zu müssen.¹⁵⁶ Kann stattdessen nach dem Prinzip der Einmalzulassung im gesamten Finanzbinnenmarkt aus der Schweiz heraus (grenzüberschreitend) operiert werden, lassen sich Skaleneffekte nutzen.¹⁵⁷ Solche Marktzugangsoptionen lassen sich indessen einzig über supranationale Drittstaatenpässe realisieren.¹⁵⁸ 54

Eine weitere Einschränkung ergibt sich aus dem Umstand, dass das europäische Finanzmarktrecht einer zunehmenden Harmonisierung und Zentralisierung unterworfen ist.¹⁵⁹ Dieser Prozess äussert sich in materieller Hinsicht vorwiegend in einem kontinuierlichen Übergang von umsetzungsbedürftigem Richtlinienrecht zu supranationalem Verordnungsrecht. Zudem ist im Finanzmarktrecht eine Tendenz zu systematischer Vollharmonisierung zu verzeichnen, so dass den Mitgliedstaaten kaum mehr Gestaltungs- und Umsetzungsspielraum verbleibt. Die beschriebene 55

¹⁵⁴ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18; vgl. für einen Überblick zur Rechtslage Gutachten JUTZI, 21, ff. und 42 ff.

¹⁵⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18.

¹⁵⁶ SCHÄREN/JUTZI 2020, 248.

¹⁵⁷ LEHMANN/ZETZSCHE, N 50.

¹⁵⁸ Vgl. dazu oben, N 7 und N 24.

¹⁵⁹ Vgl. zu dieser Tendenz allgemein oben, N 11 f.

Entwicklung zeichnet sich im Übrigen auch auf einer institutionellen Ebene ab. So werden Aufsichtskompetenzen zunehmend von der mitgliedstaatlichen auf die supranationale Ebene gehoben, was zu einer sichtlichen Stärkung der ESAs und insb. der ESMA führt.

- 56 Diese Dynamik wirkt sich auch auf die aufsichtsrechtliche Gestaltung der Marktzugangsverhältnisse aus.¹⁶⁰ Mit schwindendem Gestaltungs- und Regelungsspielraum wird den Mitgliedstaaten auch die Kompetenz zur selbstständigen Regelung und Beaufsichtigung von Drittstaatenbeziehungen entzogen. An die Stelle bilateraler Lösungen treten supranationale Marktzugangsmechanismen, über deren Aktivierung die Kommission für die gesamte Union abschliessend entscheidet.¹⁶¹ Zudem gibt es in gewissen Bereichen eine zentralisierte Aufsicht für Drittstaaten-sachverhalte, die durch die ESA (insb. durch die ESMA) ausgeübt wird. Als Konsequenz dieses Wandels treten bilaterale Marktzugangsvereinbarungen mit EU-Mitgliedstaaten vermehrt in den Hintergrund.¹⁶² In Regelungsbereichen, in denen noch kein vollharmonisiertes Drittstaatenregime besteht und den Mitgliedstaaten entsprechende Handlungsspielräume verbleiben, können bilaterale Marktzugangsvereinbarungen indessen weiterhin als Auffangoption dienen.

III. Äquivalenzstrategie

1. Dogmatischer Ansatz

- 57 Im Zentrum der Schweizer Marktzugangspolitik steht seit geraumer Zeit die sog. Äquivalenzstrategie.¹⁶³ Diese Marktzugangsstrategie lehnt sich an das im europäischen Finanzmarktrecht etablierte Äquivalenzkonzept und dessen Marktzugangsmechanismen an.¹⁶⁴ Da sekundärrechtliche Äquivalenzvorgaben eine gleichwertige Drittstaatenregulierung voraussetzen, muss das Schweizer Aufsichtsrecht den Vorgaben des europäischen Finanzmarktrechts entsprechend *angeplichen* werden. Eine Rechtsangleichung soll prioritär in jenen Regelungsbereichen erfolgen, «in denen die Wahrung oder Eröffnung des Marktzutritts für die Schweiz erstrebens-

¹⁶⁰ JUTZI/SCHÄREN, 414; LEHMANN/ZETZSCHE, N 18.

¹⁶¹ Vgl. hierzu oben, N 15 ff.

¹⁶² Dies wird im Ergebnis auch von offizieller Seite her eingeräumt (Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 24 f.).

¹⁶³ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 25 ff.

¹⁶⁴ Vgl. dazu oben, N 15 ff. und N 25 ff.

wert ist.»¹⁶⁵ Die Gleichwertigkeit der Regulierung wird daher primär in jenen sektoralen Regelungsfeldern verwirklicht, in denen auf der europäischen Ebene geeignete Anknüpfungspunkte für einen äquivalenzbasierten Marktzugang bestehen.

Eine Äquivalenz von Regulierung und Aufsicht soll nur «in der Substanz» gewährleistet werden, was eine identische Rezeption ausschliesst.¹⁶⁶ Dies ermöglicht dem Gesetzgeber die «Wahrnehmung nationaler Handlungsspielräume.»¹⁶⁷ Die Rechtsangleichung steht somit im Spannungsverhältnis zwischen äquivalenter Rechtsgestaltung und angemessener Berücksichtigung der «schweizerischen Gegebenheiten.»¹⁶⁸ Entsprechend rechtfertigen sich unter Berücksichtigung «der besonderen Eigenschaften des Schweizer Finanzmarkts» *Abweichungen* vom europäischen Referenzsystem.¹⁶⁹ Immerhin legt der Gesetzgeber Wert darauf, dass allfällige Divergenzen zum europäischen Recht im Lichte der identifizierten Besonderheiten «sachlich gerechtfertigt» sind.¹⁷⁰ Diese flexible Herangehensweise steht im Einklang mit den europäischen Anforderungen, da die europäische Kommission bei der Äquivalenzprüfung bloss eine funktionale Gleichwertigkeit voraussetzt und in diesem Zusammenhang einen ergebnisorientierten Ansatz verfolgt.¹⁷¹

58

2. Umsetzung

Ein Grossteil der neueren Schweizer Finanzmarkterlasse weist äquivalenzbezogene Interdependenzen mit europäischen Regelungsbereichen auf. Bei der Gestaltung dieser Erlasse wurde daher i.d.R. eine Äquivalenzstrategie im beschriebenen Sinn verfolgt. Dies gilt z.B. für einen Grossteil der Normen des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) und teilweise auch des Finanzinstitutsgesetzes (FINIG), die sich an den Vorgaben der MiFID II bzw. der MiFIR und weiteren einschlägigen

59

¹⁶⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 17.

¹⁶⁶ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 26.

¹⁶⁷ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 26.

¹⁶⁸ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8918.

¹⁶⁹ Botschaft FIDLEG/FINIG, 8939. Der Gesetzgeber bringt dabei jeweils zum Ausdruck, dass solche Abweichungen vor dem Hintergrund des konkreten Vergleichsmassstabs *unschädlich* seien (vgl. z.B. Botschaft FIDLEG/FINIG, 8940).

¹⁷⁰ Botschaft FinfraG, 7512.

¹⁷¹ CEYSSENS/TARDE, 807 f.; IMM, 113 f.

Bezugsgrössen orientieren.¹⁷² Ansätze einer Äquivalenzstrategie finden sich auch in gewissen Teilen des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG), wo Referenzen zur europäischen Infrastrukturregulierung (insb. gemäss EMIR, MiFID II und MiFIR) zu verzeichnen sind.¹⁷³

- 60 Vereinzelt wurde eine Äquivalenzstrategie auch in Rechtsgebieten verfolgt, in denen das europäische Recht keine (traditionellen) Marktzugangsmechanismen kennt oder den Marktzugang jedenfalls nicht von Äquivalenzkriterien abhängig macht. Im Vordergrund steht hier die kollektivanlagerechtliche Gesetzgebung des KAG, die sich weitgehend an den jeweiligen europäischen Vorbildern – der AIFM-RL bzw. der OGAW-RL – orientiert.¹⁷⁴

IV. Weitere Ansätze

1. Marktzugangsbezogener Dialog

- 61 Der dritte Pfeiler der Marktzugangspolitik sieht einen Dialog mit der EU über den Marktzugang vor. Der Dialog hat den Zweck, «Äquivalenzverfahren möglichst transparent, rasch und berechenbar zu gestalten.»¹⁷⁵ Dieser Dialog wird auf Seiten der Eidgenossenschaft durch das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) geführt. Die Dialogkultur wird als zielführend empfunden und soll auch in Zukunft weiterverfolgt werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass Drittstaaten bei Äquivalenzverfahren nicht formell involviert werden und daher keinerlei Partei- oder Verfahrensrechte haben. Die Kommission hat keinerlei Transparenzpflichtungen.

¹⁷² Botschaft FIDLEG/FINIG, 8918, 9088 f.; JUTZI/WESS/SIERADZKI, 586 ff.; JUTZI/WESS, 144.

¹⁷³ Botschaft FinfraG, 7494 ff., 7503 ff., 7512, 7614, 7627, 7630, 7633, 7636 f., 7495 f., 7498, 7503 f., 7506 f., 7512, 7614, 7629 f., 7633, 7636 f.

¹⁷⁴ Die materiellen Bestimmungen des Kollektivanlagerechts sind – besonders im Bereich der Effektenfonds – den europäischen Rahmenbedingungen nachgebildet (vgl. hierzu allgemein SIERADZKI, N 474 ff.). Die OGAW-RL kennt allerdings kein marktzugangsbezogenes Drittstaatenregime (JUTZI/SCHÄREN, 416; LEHMANN/ZETZSCHE, N 16, 35, 42). Das Drittstaatenregime der AIFM-RL folgt nicht einem traditionellen Äquivalenzkonzept. Stattdessen muss ein Drittstaaten-Intermediär gegebenenfalls wesentliche Bestimmungen der AIFM-RL direkt einhalten (vgl. dazu oben, N 32 f.).

¹⁷⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 17.

2. Finanzdienstleistungsabkommen

Seit einigen Jahren wird geprüft, inwiefern der Finanzdienstleistungsverkehr mit der EU Gegenstand eines spezifischen Finanzdienstleistungsabkommens sein könnte.¹⁷⁶ Ein solches Finanzdienstleistungsabkommen hätte den Vorteil, dass der Marktzugang sektoral konsolidiert werden könnte. Dadurch könnte die fragmentierte Struktur der Marktzugangsordnung mit ihren punktuellen Marktzugangsmechanismen überwunden werden. Ausserdem könnten die mit dem Äquivalenzkonzept verbundenen Rechtsunsicherheiten beseitigt werden.¹⁷⁷ Wie ein solches Abkommen ausgestaltet werden könnte und ob sich die EU hierzu verhandlungsbereit zeigen würde, ist indessen weitgehend offen.¹⁷⁸ Jedenfalls ist davon auszugehen, dass die Schweiz systematische Anpassungen an das europäische Recht vornehmen müsste.¹⁷⁹

62

Da ein Finanzdienstleistungsabkommen bislang nicht die gewünschte innenpolitische Unterstützung erhalten hat, konnte dieser Ansatz nicht entscheidend vorangetrieben werden.¹⁸⁰ Ein ursprünglich noch vorgesehener Vorstoss bei der Kommission blieb aus.¹⁸¹ Immerhin bleibt das Finanzdienstleistungsabkommen eine «langfristige Option.»¹⁸²

63

¹⁷⁶ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 10, 17 f.; Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 26 ff.

¹⁷⁷ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 27.

¹⁷⁸ Einen konkreten Vorstoss in Brüssel gab es, soweit ersichtlich, noch nicht (Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18).

¹⁷⁹ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 27.

¹⁸⁰ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18.

¹⁸¹ Schlussbericht Weiterentwicklung Finanzmarktstrategie 2014, 28.

¹⁸² Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18.

§ 7 Rechtspolitische Realität

I. Standortbestimmung

Konkrete Äquivalenzanerkennungen wurden der Schweiz bislang in dreizehn sektoralen Regelungsbereichen zugesprochen.¹⁸³ Wichtige Bereiche, in denen Marktzugangsoptionen bestehen, betreffen insb. die Regulierung zentraler Gegenparteien gemäss EMIR oder die Solvabilität der Versicherungsunternehmen gemäss Solvency II. In vielen für den Schweizer Finanzplatz relevanten Feldern stehen Äquivalenzverfahren oder positive Beschlüsse indessen noch aus. So verfügt die Schweiz z.B. im Rahmen der Erbringung grenzüberschreitender Wertpapierdienstleistungen gemäss Art. 46 ff. MiFIR über keine aktuellen Marktzugangsoptionen.¹⁸⁴ Auch die Marktzugangsoptionen der AIFM-RL wurden noch nicht aktiviert.¹⁸⁵ Beim Marktzugang der Schweizer Handelsplätze i.S.v. Art. 23 Abs. 1 MiFIR i.V.m. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II kam es gar zu einem entscheidenden Rückschritt.¹⁸⁶ Der ursprünglich befristete und im Dezember 2018 für ein Jahr verlängerte Äquivalenzbeschluss wurde nicht erneut verlängert und lief daher per Ende 2019 aus.

64

Insgesamt wird der aktuelle Status beim äquivalenzbasierten Marktzugang als unbefriedigend empfunden.¹⁸⁷ Der tatsächlich erreichte Umfang des Marktzugangs steht in einem ungünstigen Verhältnis zu den flächendeckenden und systematischen Konvergenzbestrebungen der letzten Jahre. Darüber hinaus hat sich die Marktzugangssituation in letzter Zeit tendenziell verschlechtert und dürfte sich in naher Zukunft weiter verschlechtern.¹⁸⁸ Entsprechend sind gezielte politische Massnahmen angezeigt, um «einer drohenden weiteren Verschlechterung der Situation entgegenzuwirken.»¹⁸⁹

65

¹⁸³ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18.

¹⁸⁴ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 19.

¹⁸⁵ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 19.

¹⁸⁶ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 19; Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 sowie Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047.

¹⁸⁷ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 17.

¹⁸⁸ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 19 f.

¹⁸⁹ Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 2.

II. Erklärungsansätze

1. Fragestellung

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

2. Reflexwirkungen des *Brexit*

- 67 Der *Brexit* hat zu einer Veränderung der regulatorischen Kultur in der EU geführt.¹⁹⁰ Dieser Wandel äussert sich vorwiegend in einer restriktiveren Drittstaaten- und Marktzugangspolitik. Hielten sich verschiedene Ideologien früher noch die Waage, setzten sich seit den Austrittsverhandlungen vermehrt jene politischen Kräfte durch, die den Drittstaatenmarktzugang einschränken wollen. Entsprechend wurden verschiedene Reformprojekte eingeleitet, mit denen der Marktzugang in unterschiedlichen Sekundärrechtsakten erschwert wurde. Diese Reformen deuten auf eine schrittweise erfolgende Abkehr vom Äquivalenzansatz hin.
- 68 Die beschriebene Dynamik hat verschiedene Reflexwirkungen auf die Rechtsstellung der Schweiz als Drittstaat.¹⁹¹ Obschon die Reformen von ihrer politischen Stossrichtung her auf den Drittstaatenstatus des Vereinigten Königreichs zugeschnitten waren, wirken sich die neu geschaffenen Marktzugangshindernisse auch auf die Schweiz und ihre Finanzdienstleister aus.
- 69 Ein weiterer relevanter Nebeneffekt des *Brexit* ist die Verschiebung der politischen Kräfte in der Drittstaatenregulierung. Das Vereinigte Königreich hatte während vieler Jahre eine liberale Drittstaatenpolitik befürwortet und setzte sich für eine grosszügige Umsetzung des Äquivalenzansatzes ein. Diese liberale Stimme kam indirekt auch der Schweiz als Drittstaat zugute. Mit der neuen institutionellen Zu-

¹⁹⁰ Vgl. hierzu oben, N 36 ff.

¹⁹¹ SCHÄREN/JUTZI 2021, 468; SCHÄREN/JUTZI 2020, 246.

sammensetzung wird das Vereinigte Königreich nicht mehr auf die Marktzugangspolitik Einfluss nehmen können. Dadurch wird sich die Situation zwangsläufig auch für die Schweiz verschlechtern.

3. Strukturelle Rechtsunsicherheiten

Äquivalenzverfahren werden von der Europäischen Kommission durchgeführt.¹⁹² Ob ein Verfahren mit Blick auf einen bestimmten Drittstaat aufgenommen wird, liegt im alleinigen Ermessen der Kommission.¹⁹³ Drittstaaten können die Aufnahme eines Verfahrens grundsätzlich nicht beantragen.¹⁹⁴ Das gilt selbst dann, wenn sie die tatsächliche Gleichwertigkeit ihres Rechts- und Aufsichtsrahmens nachweisen können. Die Kommission ist nicht verpflichtet, ein aufgenommenes Verfahren fortzuführen oder abzuschliessen. Erst recht gibt es keinen sekundärrechtlich vorgegebenen zeitlichen Rahmen, der bei der Durchführung eines Verfahrens beachtet werden muss.¹⁹⁵ Es bestehen keinerlei Transparenz- oder Rechenschaftspflichten.¹⁹⁶ Drittstaaten werden gegebenenfalls zur Sachverhaltsabklärung informell involviert, haben aber keine formellen Partei- oder Verfahrensrechte. Obschon sekundärrechtliche Kriterien den Rahmen für die Äquivalenzbeurteilung vorgeben, hat die Kommission einen weiten Ermessens- und Beurteilungsspielraum.¹⁹⁷ Die sekundärrechtlichen Äquivalenzkriterien sind entsprechend offen und wertausfüllungsbedürftig ausgestaltet. Über den materiellen Verfahrensausgang entscheidet die Kommission nach freiem Ermessen und Drittstaaten haben keinen Anspruch darauf, als äquivalent anerkannt zu werden.¹⁹⁸ Wird ein Äquivalenzverfahren abgeschlossen, ergeht i.d.R. ein Beschluss in der Form eines Durchführungsrechtsakts gemäss Art. 291 AEUV.¹⁹⁹ In Ausnahmefällen ergehen Äqui-

70

¹⁹² Vgl. hierzu bereits oben, N 28.

¹⁹³ CEYSSENS/TARDE, 806; IMM, 128 f.

¹⁹⁴ SGHB Finanzmarktrecht I-BARTHOLET, § 5 N 68.

¹⁹⁵ SGHB Finanzmarktrecht I-BARTHOLET, § 5 N 68; IMM, 105.

¹⁹⁶ SGHB Finanzmarktrecht I-BARTHOLET, § 5 N 68.

¹⁹⁷ IMM, 116.

¹⁹⁸ Commission Staff working document, 8; IMM, 105. Die Kommission behält sich vor, begünstigende Äquivalenzfeststellungen jederzeit und ohne Begründung wieder zu *entziehen*. Ein Entzug drängt sich z.B. auf, wenn sich die Regulierungsqualität einer bestimmten Drittstaatenregulierung nachträglich verschlechtert, so dass die Äquivalenzkriterien nach der Auffassung der Kommission nicht mehr erfüllt sind.

¹⁹⁹ Commission Staff working document, 8; CEYSSENS/TARDE, 806; IMM, 105.

valenzbeschlüsse gestützt auf delegierte Rechtsetzungsbefugnisse i.S.v. Art. 290 AEUV.²⁰⁰ Formelle Rechtsakte ergehen nur in Konstellationen, in denen die Kommission die Äquivalenz in der Sache bejaht. Wird die Äquivalenz hingegen verneint, ergeht kein formeller Beschluss hierüber und die konkreten Erwägungen bleiben der Öffentlichkeit verborgen.²⁰¹

4. Europazentrierte Kommissionspolitik

- 71 Äquivalenz ermöglicht Drittstaatenakteuren als *Deference*-Modell einen europäischen Marktzugang, ohne dass die lokalen Normen des europäischen Finanzmarktrechts eingehalten werden müssen.²⁰² Stattdessen können sich Drittstaatenakteure auf die Einhaltung der Rahmenbedingungen ihres Herkunftsstaats beschränken, was – zumindest aus theoretischer Sicht – grenzüberschreitende Finanzdienstleistungsaktivitäten erleichtert und regulatorische Fragmentierung verhindert.
- 72 Die Europäische Kommission betont in ihrer jüngeren Politik zu den Äquivalenztatbeständen indessen nicht die Marktzugangsfunktion, sondern die europäischen Aufsichtsinteressen wie insb. die Wahrung der Finanzstabilität, Anlegerschutz und Marktintegrität.²⁰³ Entsprechend wird die Äquivalenz nicht als Liberalisierungsvehikel betrachtet, das Drittstaatenakteuren einen europäischen Marktzugang eröffnen soll. Stattdessen soll die Äquivalenz umgekehrt europäischen Finanzintermediären den Marktzugang *in Drittstaaten* erleichtern.²⁰⁴ Dies kann in der Konzeption der Äquivalenz u.a. mit dem Reziprozitätserfordernis erreicht werden, das in vielen Tatbeständen enthalten ist. Danach muss der jeweilige Drittstaat europäischen Finanzintermediären unter gleichwertigen Rahmenbedingungen spiegelbildlich ebenfalls Marktzugang gewähren.²⁰⁵ Dies führt zu einer Entlastung der europäischen Finanzintermediäre, da diese im Rahmen ihrer Tätigkeit im entsprechenden Drittstaat nur das europäische Finanzmarktrecht einhalten müssen. Diese einseitige, auf europäische Aufsichtsinteressen ausgerichtete Kommissions-

²⁰⁰ IMM, 105.

²⁰¹ IMM, 105.

²⁰² Vgl. dazu oben, N 25 ff.

²⁰³ Commission COM(2019) 349, 4; IMM, 105.

²⁰⁴ Commission Staff working document, 5.

²⁰⁵ Vgl. z.B. Art. 47 Abs. 1 UAbs. 1 lit. c MiFIR (rev. 2019).

politik ist Ausdruck der zunehmend restriktiven Regulierungskultur, die sich mit dem *Brexit*-Prozess verstärkte und bis heute andauert.²⁰⁶

5. Institutioneller Kontext

Im Äquivalenzverfahren für Schweizer Handelsplätze ist der Zusammenhang zwischen Marktzugang und dem institutionellen Rahmen der bilateralen Beziehungen erkennbar geworden.²⁰⁷ Die europäische Kommission kam in ihrer Äquivalenzprüfung zum Schluss, dass der Schweizer Rechts- und Aufsichtsrahmen mit den Vorgaben des Sekundärrechts gleichwertig war. Massgebend war dabei insb. die Regulierung der Handelsplätze im FinfraG, die mit den korrespondierenden Rahmenbedingungen gemäss MiFID II verglichen wurden.²⁰⁸ 73

Trotz der festgestellten Gleichwertigkeit wurde die Äquivalenzfeststellung von der Bedingung abhängig gemacht, dass im Hinblick auf den Abschluss eines institutionellen Rahmenabkommens weitere Fortschritte erzielt werden.²⁰⁹ Als diese Fortschritte in der Folge nicht den Erwartungen der europäischen Kommission entsprachen, wurde auf eine Verlängerung der Äquivalenz verzichtet. Die Anerkennung der Schweizer Handelsplatzregulierung lief daher im Sommer 2019 aus. Die parallelen Verhandlungen zum institutionellen Rahmenabkommen wurden schliesslich im Jahr 2021 abgebrochen.²¹⁰ Der erweiterte politische Kontext der Handelsplatzäquivalenz wurde im einschlägigen Bericht des Bundesrats explizit erwähnt und kritisch gewürdigt.²¹¹ Der Abbruch der Verhandlungen lässt es als unwahrscheinlich erscheinen, dass die ausgelaufene Äquivalenzfeststellung in naher Zukunft wieder gewährt werden wird. 74

Die erwähnte Politik der europäischen Kommission wies keinen unmittelbaren Bezug zum Rechts- und Aufsichtsrahmen der Schweiz auf. Die einschlägigen Kriterien des Äquivalenztatbestands stellen keinen Zusammenhang zum institutionellen Rahmen der bilateralen Beziehungen oder zu ähnlichen Aspekten einer 75

²⁰⁶ Vgl. dazu oben, N 36 ff.

²⁰⁷ Vgl. dazu oben, N 64 f.

²⁰⁸ Massgebend sind die Grundlagen in Art. 23 Abs. 1 MiFIR i.V.m. Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II.

²⁰⁹ Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441, ErwG 30; Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047, ErwG 32.

²¹⁰ Bericht des Bundesrats, 32 ff.

²¹¹ Bericht des Bundesrats, 16, 18, 30 f.

Drittstaatenbeziehung her. Zudem bestätigte die europäische Kommission die Gleichwertigkeit der Schweizer Regulierung.²¹² Die europäische Kommission sah sogar über Divergenzen weg, die man bei einer kritischen Betrachtung hätte beanstanden können.²¹³ Der unbefristeten Äquivalenzerkennung stand in aufsichtsrechtlicher Hinsicht an sich nichts im Weg. Unabhängig davon hätte das institutionelle Rahmenabkommen den Zugang zum Finanzmarkt gar nicht geregelt.²¹⁴ Der Abschluss eines institutionellen Rahmenabkommens hätte daher keinen Einfluss auf die Gleichwertigkeit des Rechts- und Aufsichtsrahmens im entsprechenden Regelungsbereich gehabt. Der Einbezug des institutionellen Rahmens entbehrte insofern jeder aufsichtsrechtlichen Logik.²¹⁵

- 76 Die beschriebene Verknüpfung von rechtlichen und politischen Gesichtspunkten zeigt auf, dass die europäische Kommission – anders als noch in früheren Äquivalenzverfahren – zunehmend auch den weiteren institutionellen Kontext der bilateralen Beziehungen einbeziehen will.²¹⁶ Dabei sieht sich die europäische Kommission nicht durch den sekundärrechtlichen Rahmen der Äquivalenztatbestände eingeschränkt.

III. Erkenntnisse und Implikationen

- 77 Der Erfolg der Schweizer Marktzugangspolitik war bislang beschränkt. Die Gründe hierfür liegen vorwiegend in konzeptionellen Limitierungen des Äquivalenzansatzes und der europäischen Finanzmarktpolitik. Die jüngsten Entwicklungen deuten darauf hin, dass sich die angedeutete Problematik in Zukunft noch ver-

²¹² So z.B. Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047, Art. 1.

²¹³ Im Gegensatz zum europäischen Recht basiert die Schweizer Handelsplatzregulierung weitgehend auf Selbstregulierung. Die Handelsplätze nehmen darüber hinaus auch Aufsichts- und Überwachungsfunktionen wahr. Differenzen ergeben sich auch beim Sanktionsinstrumentarium der FINMA. So verfügt die FINMA z.B. nicht über die Kompetenz, finanzielle Sanktionen zu verhängen.

²¹⁴ Erläuterungen zum Institutionellen Abkommen Schweiz–EU vom 16. Januar 2019, 5: «[V]om InstA nicht erfasst sind Finanzdienstleistungen im Allgemeinen sowie für den Schweizer Finanzplatz bedeutende Äquivalenzverfahren im Finanzmarktbereich.»

²¹⁵ Kritisch auch LEHMANN/ZETZSCHE, N 21. Der Bundesrat spricht in diesem Zusammenhang explizit von einer *rein politischen Verknüpfung* (Bericht des Bundesrats, 30).

²¹⁶ SCHÄREN/JUTZI 2021, 468.

schärfen dürfte. Die Schweizer Finanzmarktpolitik steht daher vor dem Eintritt in eine neue Ära der europäischen Beziehungen.

Die Koinzidenz zweier Ereignisse – der *Brexit* und das Scheitern des institutionellen Rahmenabkommens – verstärken die restriktiven Tendenzen in der europäischen Marktzugangsordnung. Die Entwicklungen lassen eine weitgehende Entfernung von den sekundärrechtlichen Rahmenbedingungen und Kriterien erkennen. Die politische Dynamik überlagert die aufsichtsrechtlichen Zusammenhänge. Der Äquivalenzansatz verliert dadurch an Bedeutung. Diese Verlagerung weg vom Rechtlichen hin zum Politischen macht den äquivalenzbasierten Marktzugang zunehmend unvorhersehbar. Die Marktzugangspolitik und die Umsetzung der Äquivalenzstrategie werden dadurch erschwert und können sich kaum mehr auf verlässliche Grundlagen stützen.

78

Die institutionelle Frage hat sich im Verhältnis zur Schweiz zum zentralen Faktor entwickelt. Die europäische Kommission hat im Rahmen des Äquivalenzverfahrens zur Schweizer Handelsplatzregulierung zum Ausdruck gebracht, dass Marktzugangsoptionen nur gewährt werden, wenn bei Fragen der institutionellen Architektur Fortschritte erzielt werden. Die Nichtverlängerung der Äquivalenz war in dieser Hinsicht ein deutliches Signal. Es muss aufgrund der Umstände davon ausgegangen werden, dass diese Politik auch auf andere finanzmarktrechtliche Regelungsbereiche ausstrahlen wird. Die zahlreichen Äquivalenzverfahren, die derzeit noch offen sind, dürften den gleichen politischen Gesetzmässigkeiten unterliegen wie das Verfahren zur Handelsplatzregulierung.

79

Die Tatsache, dass die Verhandlungen um das institutionelle Rahmenabkommen inzwischen offiziell gescheitert sind, stellt die Schweiz vor neue Herausforderungen. Die geschilderte Problematik wird sich dadurch noch zusätzlich verschärfen. Der Wegfall des institutionellen Rahmenabkommens als politische Option erschwert die Ausgangslage der Schweiz in allen offenen Äquivalenzverfahren erheblich. Kann dem Wunsch der EU nach institutioneller Konsolidierung der bilateralen Beziehung nicht entsprochen werden, ist eine positive Entwicklung bei den offenen Äquivalenzverfahren kaum zu erwarten.

80

Auch weitere Bereiche der Marktzugangspolitik sind betroffen. Der Abschluss eines Finanzdienstleistungsabkommens – bis vor Kurzem immerhin noch als «langfristige Option» gehandelt – erweist sich aufgrund der jüngsten Entwicklungen als unrealistisches Unterfangen.²¹⁷

81

²¹⁷ Vgl. zu dieser Option oben, N 62 f.

4. Teil: Schlussbetrachtungen

§ 8 Perspektiven und Optionen

I. Vorbemerkung

Die etablierten Marktzugangsstrategien haben nicht zum gewünschten Ergebnis geführt.²¹⁸ Wie dargelegt wurde, liegen die Ursachen hierfür primär in der politischen Dynamik des europäischen Marktzugangsrechts. Ausserdem wurde auch aufgezeigt, welche Schwächen und Limitierungen die einzelnen Marktzugangsstrategien in diesem Kontext aufweisen. Daher drängt sich die Frage auf, welche rechtspolitischen Perspektiven bestehen und wie die Marktzugangsstrategien in diesem Kontext weiterentwickelt werden könnten.²¹⁹ Nachfolgend sollen daher die Perspektiven für die Schweizer Marktzugangspolitik beleuchtet und Ansätze für eine mögliche Weiterentwicklung der Marktzugangsstrategien skizziert werden. Zu berücksichtigen sind dabei sowohl Aspekte der Rechtsetzung als auch andere Strategien. Diese Aspekte können im hier definierten Rahmen nur skizzenhaft umrissen werden.

82

II. Kontinuität der Äquivalenz

Welche rechtspolitischen Konsequenzen die geschilderten Entwicklungen für die Schweiz haben werden, ist derzeit noch offen.²²⁰ Der äquivalenzbasierte Marktzugang wird in Zukunft tendenziell an Bedeutung verlieren. Eine vollständige Abkehr von der europakompatiblen Konvergenzpolitik ist allerdings nicht empfehlenswert.²²¹ Eine Aufgabe der Äquivalenzstrategie hätte den Nachteil, dass der Schweizer Finanzplatz im europäischen Kontext einen verpönten *offshore*-Status erhielte und dadurch Möglichkeiten für regulatorische Arbitrage entstünden. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass die sowohl aus europäischer wie auch aus Schweizer Sicht unverbrüchlichen internationalen Standards ohnehin für eine ge-

83

²¹⁸ In diese Richtung auch Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 18.

²¹⁹ Der Umstand, dass die traditionellen Marktzugangsstrategien weiterentwickelt werden müssen, wurde auch von offizieller Seite anerkannt (vgl. Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+, 7 f., 9 ff.).

²²⁰ Vgl. für mögliche Ansätze SCHÄREN/JUTZI 2020, 245 ff.

²²¹ SCHÄREN/JUTZI 2020, 246 f.

wisse Harmonisierung beider Systeme sorgen würden.²²² Insoweit wäre der Sinn einer fundamentalen Abweichung vom europäischen Standard ohnehin zu bezweifeln.

- 84 Ferner ist zu berücksichtigen, dass die aktuell praktizierte Äquivalenzstrategie ohnehin nicht absolut gilt. Wo nötig können Spielräume zur Berücksichtigung konzeptioneller Besonderheiten des Schweizer Systems berücksichtigt werden, ohne von der Linie der Äquivalenz abweichen zu müssen. Die sekundärrechtliche Konzeption des Äquivalenzansatzes und die einschlägige Praxis der europäischen Kommission bieten hierzu die nötige Flexibilität.²²³ Eine Äquivalenz von Regulierung und Aufsicht muss nur in der Substanz gewährleistet werden, was eine identische Rezeption ausschliesst. Dies ermöglicht dem Gesetzgeber die Wahrnehmung nationaler Handlungsspielräume. Die Rechtsangleichung steht somit im Spannungsverhältnis zwischen äquivalenter Rechtsgestaltung und angemessener Berücksichtigung der schweizerischen Gegebenheiten. Entsprechend rechtfertigen sich unter Berücksichtigung der besonderen Eigenschaften des Schweizer Finanzmarkts Abweichungen vom europäischen Referenzsystem.²²⁴

III. Renaissance des Bilateralismus

- 85 Ein positiver Nebeneffekt des *Brexit* ist die Eröffnung neuer Handlungsspielräume zur bilateralen Regelung von Marktzugangsverhältnissen. Als das Vereinigte Königreich noch Mitgliedstaat der EU war, liessen sich solche Vorhaben nicht realisieren, weil die supranationale Marktzugangsordnung den Drittstaatenmarkt-

²²² Die internationalen Standards stellen auch im europäischen Rechtsetzungskontext eine wichtige Rolle dar (vgl. z.B. Commission COM[2019] 349, 1, 3, 9). Eine Parallelität des europäischen Rechts mit internationalen Standards war u.a. im Bereich der Finanzmarktinfrastrukturen zu verzeichnen, wo sowohl die Schweiz als auch die EU vorwiegend Vorgaben der G 20 umsetzen.

²²³ Die europäische Kommission folgt bei der Äquivalenzprüfung einem ergebnisorientierten Ansatz. Danach muss der Rechts- und Aufsichtsrahmen eines Drittstaats im Rahmen der Äquivalenz keine identischen Normen vorsehen, solange im Ergebnis die gleiche Wirkung erzielt wird (Commission COM[2019] 349, 8: «Bei den Gleichwertigkeitsprüfungen der Rahmen von Drittländern werden deren Ergebnisse bei Regulierung und Beaufsichtigung bewertet [...]. Die Regelungen von Drittländern müssen nicht mit dem EU-Rahmen identisch sein, aber die gleichen Ergebnisse gewährleisten»).

²²⁴ Botschaft zum FIDLEG und FINIG, 8918; SCHÄREN/JUTZI 2020, 240, 246 f.

zugang weitgehend abschliessend regelte.²²⁵ Bilaterale Marktzugangsvereinbarungen mit EU-Mitgliedstaaten waren angesichts der steigenden Harmonisierung und Supranationalisierung des Marktzugangsrechts nur noch am Rande möglich.

Zurzeit gibt es verschiedene konkretisierte Initiativen zur Liberalisierung des Marktzugangs auf der Basis der gegenseitigen Anerkennung von Aufsichtsrechten (sog. *Mutual Recognition*) zwischen der Schweiz und dem Vereinigten Königreich.²²⁶ 86

Berücksichtigt man darüber hinaus auch die Entwicklungsmöglichkeiten und das Wachstumspotential in anderen aufstrebenden Märkten (z.B. in Asien), weist der Bilateralismus unter Drittstaaten erhebliches Potential auf. 87

IV. Alternative Rechtsetzungsstrategien

Denkbar sind schliesslich auch alternative Rechtsetzungsstrategien. Selbst wenn die Äquivalenzstrategie auch in Zukunft anerkannt sein dürfte, liesse sich die Rechtsangleichung allenfalls differenzierter gestalten. Ein prüfenswerter Ansatz zur differenzierten Ausgestaltung der europakompatiblen Regulierung könnte darin bestehen, Schweizer Finanzintermediären die ersatzweise Anwendung europäischer Normen zu gestatten. Mit der unmittelbaren Einhaltung des europäischen Rechts wäre dann implizit auch das damit korrespondierende Schweizer Aufsichtsrecht eingehalten.²²⁷ 88

Konkret könnte eine Regelung dahingehen, Schweizer Finanzintermediären ein Wahlrecht einzuräumen, ob sie entweder das europäische Recht oder das Schweizer Korrelat hierzu einhalten wollen. Eine ähnliche Konzeption ist im Schweizer Aufsichtsrecht z.T. bereits in Ansätzen verwirklicht worden. So sieht etwa Art. 95 FinfraG vor, dass Gegenparteien von OTC-Derivategeschäften die Pflichten ge- 89

²²⁵ SCHÄREN/JUTZI 2020, 246.

²²⁶ Vgl. hierzu <<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/bilateral/lander/vereinigtes-koenigreich-uk-.html>> (zuletzt aufgerufen am 31. Dezember 2021). Ausgangspunkt hierfür bildete ein am 30. Juni 2020 durch die Schweiz und das Vereinigte Königreich unterzeichnete Joint Statement.

²²⁷ Vgl. zu diesem Ansatz eingehend SCHÄREN/JUTZI 2020, 247. In diese Richtung bereits PETER SESTER, § 3 N 32, in: Sester/Brändli/Bartholet/Schildknecht (Hrsg.) St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht. Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, St. Gallen/Zürich 2018 (im Kontext von MiFID II und MiFIR).

mäss Art. 93 ff. FinfraG auch nach einem ausländischen Recht erfüllen können.²²⁸ Das Schweizer Recht gilt gegebenenfalls als miterfüllt.

- 90 Ein solches Modell würde voraussetzen, dass das europäische Recht als mit dem Schweizer Recht gleichwertig anerkannt wird. Die Schweiz müsste im Prinzip ein Äquivalenzverfahren mit Blick auf das europäische Recht durchführen.²²⁹ Eine besondere Herausforderung bestünde aus Schweizer Sicht darin, dass das europäische Recht in der Schweiz durch das Schweizer Aufsichtssystem angewendet und durchgesetzt werden müsste. Darin wäre u.U. eine technische Herausforderung zu sehen.
- 91 Dieser Ansatz hätte den Vorteil, dass Schweizer Finanzintermediäre nicht mehrere verschiedene Aufsichtsbestimmungen gleichzeitig beachten müssten. Zu einer solchen Überlagerung von Normsystemen kann es insb. dort kommen, wo das europäische Finanzmarktrecht kein echtes Äquivalenzsystem verfolgt, sondern die unmittelbare Einhaltung des europäischen Aufsichtsrechts vorschreibt.²³⁰ In einer solchen Situation müssen Drittstaaten-Intermediäre theoretisch sowohl ihr Drittstaatenrecht als auch das europäische Recht einhalten. Auch in Bereichen, in denen der europäische Marktzugang auf dem Äquivalenzprinzip basiert und die international tätigen Schweizer Finanzintermediäre im Prinzip nicht beide Aufsichtsrechte parallel einhalten müssen, hätte der beschriebene Mechanismus Vorteile. So implementieren z.B. gewisse Finanzintermediäre systematisch parallel zum Schweizer Aufsichtsrecht auch europäische Normen, weil dies aus operativen, logistischen und organisatorischen Gründen angezeigt ist.

²²⁸ Hierfür wird vorausgesetzt, dass das ausländische Recht von der FINMA als gleichwertig anerkannt worden ist (Art. 95 lit. a FinfraG). Ausserdem muss die zur Erfüllung des Geschäfts beanspruchte ausländische Finanzmarktinfrastruktur (z.B. eine ausländische CCP) von der FINMA anerkannt worden sein (Art. 95 lit. b FinfraG).

²²⁹ Vgl. hierzu auch Art. 95 lit. a FinfraG oder Art. 120 Abs. 2 lit. b KAG, wo Ansätze solcher Äquivalenzmechanismen bereits verwirklicht sind.

²³⁰ Vgl. z.B. Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL und Art. 25 Abs. 2b lit. a EMIR 2.2.

§ 9 Schlussfolgerungen und Ausblick

Die Entwicklungen der letzten Jahre stellen die Schweizer Finanzmarktpolitik vor neue Herausforderungen. Der *Brexit* hat zu einem Wandel der regulatorischen Kultur und einer Verschärfung der Marktzugangspolitik geführt. Dieser Paradigmenwechsel hat sich u.a. auch in diversen Reformen bestehender Sekundärrechtsakte geäußert. Die Schweiz ist als Drittstaat hiervon ebenso betroffen wie das Vereinigte Königreich, obschon diese Reflexwirkung nicht zwingend beabsichtigt war. 92

Diese Effekte werden durch das Scheitern des institutionellen Rahmenabkommens noch zusätzlich verstärkt. Die europäische Kommission hat im Rahmen des Äquivalenzverfahrens zur Schweizer Handelsplatzregulierung deutlich gemacht, dass der institutionelle Kontext – entgegen den sekundärrechtlichen Vorgaben – auch bei Äquivalenzbeschlüssen von Belang ist. Mit dem definitiven Scheitern des institutionellen Rahmenabkommens dürfte sich die Marktzugangssituation inskünftig noch zusätzlich verschlechtern. Vieles spricht dafür, dass der Weg des äquivalenzbasierten Marktzugangs ohne Klärung grundsätzlicher institutioneller Fragen nicht mehr gangbar sein wird. 93

Die beschriebenen Tendenzen zeigen auf, dass die traditionelle Schweizer Marktzugangspolitik an Grenzen stösst. Der Äquivalenzansatz eignet sich nur noch bedingt als verlässliche Basis. Eine Neuorientierung in der Finanzmarktpolitik ist daher unumgänglich. Wie eine solche Neuausrichtung aussehen könnte, ist derzeit noch offen. Die vorliegende Abhandlung hat Ansätze hierzu aufgezeigt. 94

* * *

Die Schweizer Finanzmarktregulierung wird seit Jahren stark durch die europäische Rechtsentwicklung geprägt. Im Vordergrund steht dabei das Anliegen der Europakompatibilität und die Sicherung des Marktzugangs. Das Werk analysiert und bewertet die gängigen Strategien der Rechtsetzung und zeigt mögliche Ansätze für eine Weiterentwicklung der Marktzugangspolitik auf. In diesem Zusammenhang wird auch das sekundärrechtliche Marktzugangskonzept der EU dargestellt. Ausserdem bezieht es die aktuellen Entwicklungen in der Europapolitik und deren Einfluss auf die Rechtsstellung der Schweiz ein. Die Ausführungen beschränken sich auf die Grundzüge und sollen einen Überblick über die Gesamtsituation verschaffen.

ISBN 978-3-03891-442-6



9 783038 914426