

Simon Schären / Thomas Jutzi*

Schweizer Finanzmarktrecht im europäischen Kontext – Aufbruch in eine neue Ära

Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Ausgangslage und Rahmenbedingungen
- III. Etablierte Finanzmarktpolitik
 1. Prinzipien
 2. Rechtspolitische Realität
- IV. Aufbruch in eine neue Ära
 1. Reflexwirkungen des *Brexit*
 2. Institutioneller Kontext
 3. Erkenntnisse und Implikationen
- V. Konturen einer neuen Ausrichtung
 1. Kontinuität der Äquivalenz
 2. Renaissance des Bilateralismus
 3. Alternative Rechtsetzungsstrategien
- VI. Fazit und Ausblick

I. Einführung

Der europäische Marktzugang ist für die Schweiz traditionell von grosser wirtschaftspolitischer Bedeutung. Entsprechend ist der Gesetzgeber seit Jahren bemüht, den Schweizer Rechts- und Aufsichtsrahmen europakompatibel auszugestalten. Diese Politik hat sich in einer systematischen Rechtsangleichung geäussert. Im Zentrum dieser etablierten Marktzugangsstrategie steht der Äquivalenzansatz des europäischen Finanzmarktrechts.

Zwei koinzidierende Ereignisse der jüngsten politischen Entwicklung dürften den Beginn einer neuen Ära in der Schweizer Marktzugangspolitik darstellen. Es handelt sich einerseits um den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (*Brexit*) und andererseits um das Scheitern des institutionellen Rahmenabkommens zwischen der Schweiz und der Europäischen Union. Beide Entwicklungsstränge haben einen erheblichen Einfluss auf die Rechtsstellung der Schweiz als Drittstaat und werden sich auch auf die künftigen rechtspolitischen Dispositionen auswirken.

* Dr. iur. Simon Schären, Rechtsanwalt, LL.M., Lehrbeauftragter an der Universität Bern; Prof. Dr. iur. Thomas Jutzi, Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern. Der Beitrag gibt den Stand der Entwicklung per 30. September 2021 wieder. Literatur und andere Quellen sind bis zu diesem Zeitpunkt berücksichtigt worden.

Die nachfolgenden Ausführungen sollen diesen Paradigmenwechsel darstellen und in den Kontext der Schweizer Finanzmarktpolitik einordnen. Die Abhandlung beschränkt sich auf eine skizzenhafte Darstellung grundlegender Aspekte.

II. Ausgangslage und Rahmenbedingungen

Die Marktzugangsordnung des europäischen Finanzmarktrechts basiert auf einem System sekundärrechtlicher Marktzugangsmechanismen. Im Vordergrund steht dabei das sog. Äquivalenzkonzept. Danach können Drittstaatenakteure zentralisierte Marktzugangsmodalitäten in Anspruch nehmen, wenn der entsprechende Rechts- und Aufsichtsrahmen mit den Vorgaben des europäischen Finanzmarktrechts funktionell gleichwertig ist.¹ Diese Form des supranationalen Marktzugangs ist gelegentlich mit einem Drittstaaten-Pass verbunden.² Dadurch wird im jeweiligen Umfang eine Tätigkeit im gesamten Finanzbinnenmarkt ermöglicht. Beispiele für solche Konzeptionen finden sich in unterschiedlichen sektoralen Regelungsbereichen. Prominente Anwendungsfälle für das Äquivalenzprinzip sind das Drittstaatenregime für Wertpapierfirmen gemäss MiFIR³ oder die

¹ Vgl. hierzu SIMON SCHÄREN/THOMAS JUTZI, Viele Wege führen nach Brüssel: europakompatibles Finanzmarktrecht im Zeichen des Marktzugangs, recht 2020, 235 ff., 236 f.; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch, GesKR 2019, 408 ff., 413 ff.

² MATTHIAS LEHMANN/DIRK ZETZSCHE, Drittstaaten im Finanzmarktrecht – Überlegungen zum Brexit, in: Zetzsche/Lehmann (Hrsg.), Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, Tübingen 2018, 75 ff., N 28.

³ Art. 47 Abs. 1 Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (...), ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 84 ff. (MiFIR), jüngst revidiert durch Verordnung (EU) 2019/2033 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über Aufsichtsanforderungen an Wertpapierfirmen (...), ABl. L 314 vom 5. Dezember 2019, 1 ff. (MiFIR rev. 2019; sog. *Investment Firm Review*).

Infrastrukturregulierungen unter EMIR⁴ (insb. Zentrale Gegenparteien [CCP] aus Drittstaaten).

Der europäischen Kommission kommt bei der Umsetzung und Anwendung der Marktzugangstatbestände ein erheblicher Gestaltungs- und Ermessensspielraum zu.⁵ Dies liegt zum einen an den offen formulierten Voraussetzungen der Marktzugangsgewährung und zum anderen an der weitgehenden Dispositionshoheit über das Verfahren.⁶

Hinzu kommt der Einfluss aussen- und wirtschaftspolitischer Gesichtspunkte, die den sekundärrechtlichen Rahmen überlagern.⁷ Insgesamt ergeben sich aus diesen Umständen erhebliche Rechtsunsicherheiten für Drittstaaten und deren Finanzintermediäre.

III. Etablierte Finanzmarktpolitik

1. Prinzipien

Die Marktzugangsstrategien der Schweizer Finanzmarktpolitik orientieren sich traditionell an der Systematik der Marktzugangsordnung des europäischen Finanzmarktrechts. Angesichts der fehlenden institutionellen Basis ist dies eine rechtliche Notwendigkeit.⁸ Massgebend sind in diesem Zusammenhang die in den Sekundärrechtsakten enthaltenen Marktzugangsmechanismen.⁹

In Anlehnung an den sekundärrechtlichen Äquivalenzansatz wird in der Schweiz seit längerer Zeit eine systematische Äquivalenzstrategie verfolgt.¹⁰ Ziel dieser Politik ist die europakompatible Ausgestaltung des Schweizer Rechts- und Aufsichtsrahmens im Sinne einer funktional gleichwertigen Regulierung. Im Rahmen dieser Äquivalenzstrategie sind in den letzten Jahren verschiedene Finanzmarktgesetze an die Vorgaben des europäischen Rechtsrahmens angeglichen worden. Dies gilt z.B. für einen Grossteil der Normen des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG¹¹) und teilweise auch des Finanzinstitutsgesetzes (FINIG¹²), die sich an den Vorgaben der MiFID II bzw. der MiFIR und weiteren einschlägigen Bezugsgrössen orientieren.¹³ Ansätze einer Äquivalenzstrategie finden sich auch in gewissen Teilen des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG¹⁴), wo Referenzen zur europäischen Infrastrukturregulierung (insb. gemäss EMIR, MiFID II und MiFIR) zu verzeichnen sind.¹⁵

2. Rechtspolitische Realität

Die beschriebene Politik hat bislang trotz systematischer Konvergenzbemühungen nicht zum gewünschten Erfolg geführt.¹⁶ Die Schweiz hat nur in wenigen Regelungsbereichen Äquivalenzanerkennungen erhalten, die mit konkreten Marktzugangsoptionen verbunden sind.¹⁷

Viele zentrale Äquivalenzverfahren sind demgegenüber noch offen.¹⁸ So fehlen nach wie vor Äquivalenzanerkennungen im Bereich der grenzüberschreitenden Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäss MiFIR.¹⁹ Auch verschiedene Marktzugangsoptionen im Bereich der Verwaltung und des Vertriebs von alterna-

⁴ Art. 25 Abs. 2 lit. b, Abs. 6 Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (...), ABl. L 201 vom 27. Juli 2012, 1 ff. (EMIR), jüngst revidiert durch Verordnung (EU) 2019/2099 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Oktober 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 hinsichtlich der für die Zulassung von zentralen Gegenparteien anwendbaren Verfahren und zuständigen Behörden und der Anforderungen für die Anerkennung zentraler Gegenparteien aus Drittstaaten, ABl. L 322 vom 12. Dezember 2019, 1 ff. (EMIR 2.2.). Beispiele finden sich auch in anderen Regelungsbereichen (vgl. hierzu im Einzelnen JUTZI/SCHÄREN [FN 1], 416, m.w.H.).

⁵ TILMAN IMM, Der finanz- und kapitalmarktrechtliche Gleichwertigkeitsmechanismus. Zur Methode der Substitution in Theorie und Praxis, Diss. Freiburg 2019, Tübingen 2020 (= SchrUKmR Bd. 77), 116.

⁶ IMM (FN 5), 128 f.; SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 243 f.

⁷ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 244; Communication from the Commission (...). Equivalence in the area of financial services, COM(2019) 349 vom 29. Juli 2019, 4.

⁸ Da die Schweiz weder der EU noch dem EWR angehört, kann sie nicht unmittelbar am Finanzbinnenmarkt teilnehmen und gilt als *Drittstaat*. Ein staatsvertraglich geregelter Marktzugang für den Finanzdienstleistungssektor besteht derzeit nicht (SCHÄREN/JUTZI [FN 1], 237). Als Ausnahme sei das Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft betreffend die Direktversicherung mit Ausnahme der Lebensversicherung vom 10. Oktober 1989, SR. 0.961.1, erwähnt.

⁹ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 236 f.

¹⁰ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 239 ff.

¹¹ Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) vom 15. Juni 2018, SR 950.1.

¹² Bundesgesetz über die Finanzinstitute (FINIG) vom 15. Juni 2018, SR. 954.1.

¹³ Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015, 8901 ff., 8918, 9088 f. Vgl. hierzu auch THOMAS JUTZI/KSENIA WESS/DAMIAN SIERADZKI, Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext, AJP 2020, 572 ff., 586 ff.; THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Informationspflichten gemäss FIDLEG und MiFID II – Äquivalenz in der Regulierung?, recht 2019, 143 ff., 144.

¹⁴ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (FinfraG) vom 19. Juni 2015, SR. 958.1.

¹⁵ Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff., 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.

¹⁶ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 240, m.w.H.

¹⁷ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 240 f.

¹⁸ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 240 f.; Beirat Zukunft Finanzplatz, Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ vom Dezember 2019, 18 f.

¹⁹ Massgebend ist der Marktzugangsmechanismus gemäss Art. 46 ff. MiFIR für die grenzüberschreitende Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (vgl. dazu oben, Ziff. II).

tiven Investmentfonds nach der AIFM-RL²⁰ sind noch nicht zugänglich.

Im Bereich der Handelsplatzregulierung kam es sogar zu einem entscheidenden Rückschritt. Eine zunächst befristet gewährte Äquivalenzanerkennung trat nach einer einmaligen Verlängerung im Sommer 2019 ausser Kraft.²¹

IV. Aufbruch in eine neue Ära

1. Reflexwirkungen des *Brexit*

Am 1. Februar 2021 ist das Vereinigte Königreich aus der EU ausgetreten (sog. *Brexit*). In Ermangelung einer staatsvertraglichen Regelung der Marktzugangssituation im Finanzmarktrecht muss sich das Vereinigte Königreich auf die europäische Marktzugangsordnung stützen.²² War vor dem *Brexit* eine originäre Teilnahme am Finanzbinnenmarkt möglich, ist der Marktzugang nun bloss noch nach Massgabe der Äquivalenztatbestände und anderer Marktzugangsmechanismen des Sekundärrechts möglich.

Der *Brexit* hat zu einer Veränderung der regulatorischen Kultur in der EU geführt.²³ 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 Reformpro-

jekte eingeleitet, mit denen Marktzugangsmechanismen in unterschiedlichen Sekundärrechtsakten verschärft wurden.²⁴ Diese Reformen deuten auf eine schrittweise Abkehr vom Äquivalenzansatz hin.

Die beschriebene Dynamik hat verschiedene Reflexwirkungen auf die Rechtsstellung der Schweiz als Drittstaat. 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.

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 Zusammensetzung wird das Vereinigte Königreich nicht mehr auf die Gestaltung der Marktzugangspolitik Einfluss nehmen können. Dadurch wird sich die Ausgangslage zwangsläufig auch für die Schweiz verschlechtern.

2. Institutioneller Kontext

Im Äquivalenzverfahren zur Schweizer Handelsplatzregulierung ist der Zusammenhang zwischen aufsichtsrechtlichem Marktzugang und dem institutionellen Rahmen der bilateralen Beziehungen erkennbar geworden.²⁵ Die europäische Kommission kam im Rahmen 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 II²⁶ verglichen wurden.²⁷

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.²⁸ Als diese Fortschritte in der Folge

²⁰ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABL. L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff. (AIFM-RL). Das Drittstaatenregime der AIFM-RL folgt allerdings nicht einem traditionellen Äquivalenzkonzept. Stattdessen muss ein Drittstaaten-Intermediär gegebenenfalls wesentliche Bestimmungen der AIFM-RL direkt einhalten (Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL).

²¹ Der ursprünglich befristete und im Dezember 2018 für ein Jahr verlängerte Äquivalenzbeschluss wurde nicht erneut verlängert und lief daher Mitte 2019 aus. Einzelheiten ergeben sich aus dem 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. sowie aus dem anschließenden 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.

²² NIAMH MOLONEY, Financial Services under the Trade and Cooperation Agreement: Reflections on Unfinished Business for the EU and UK, *Brexit Institute Working Paper Series*, No 3/2021, 1 ff., 7 ff.

²³ Vgl. hierzu eingehend SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 242 f. Die Regulierung war vor dem *Brexit* Gegenstand ideologischer Gegensätze zwischen verschiedenen Koalitionen unter den Mitgliedstaaten. Mit dem Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU konnten sich die Vertreter restriktiver Ansätze stärker durchsetzen. Dieser Wandel äusserte sich auch in einer strengeren Drittstaatenpolitik im Finanzmarktrecht.

²⁴ Reformiert wurden u.a. die Marktzugangsmechanismen der MiFIR (sog. *Investment Firm Review* [vgl. oben, FN 3]) und der EMIR für Drittstaaten-CCPs (EMIR 2.2 [vgl. oben, FN 4]). Beide Reformen relativieren das Konzept des äquivalenzbasierten Marktzugangs erheblich (vgl. hierzu im Einzelnen JUTZI/SCHÄREN [FN 1], 418 ff.).

²⁵ Vgl. hierzu oben, III.2.

²⁶ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (...), ABL. L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff. (MiFID II).

²⁷ Massgebend sind die Grundlagen in Art. 23 Abs. 1 MiFIR i.V.m. Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II.

²⁸ Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 der Kommission vom 21. Dezember 2017 (FN 21), ErwG 30; Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 vom Dezember 2018 (FN 21), ErwG 32.

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.²⁹ Der erweiterte politische Kontext der Handelsplatzäquivalenz wurde im einschlägigen Bericht des Bundesrats explizit erwähnt und kritisch gewürdigt.³⁰ Der Abbruch der Verhandlungen lässt es als unwahrscheinlich erscheinen, dass die ausgelaufene Äquivalenzfeststellung in naher Zukunft wieder gewährt werden wird.

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 Drittstaatenbeziehung her. Zudem bestätigte die europäische Kommission im Rahmen der Äquivalenzprüfung, dass die Gleichwertigkeit im Rahmen der einschlägigen Äquivalenzkriterien gegeben war.³¹ Die europäische Kommission sah sogar über Divergenzen weg, die man bei einer kritischen Betrachtung hätte beanstanden können.³² Der unbefristeten Gewährung der Äquivalenzanerkennung stand in aufsichtsrechtlicher Hinsicht an sich nichts im Weg. Unabhängig davon hätte das institutionelle Rahmenabkommen den finanzmarktrechtlichen Marktzugang materiell gar nicht geregelt.³³ 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.³⁴

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. Dabei sieht sich die europäische Kommission nicht durch den sekundärrechtlichen Rahmen der Äquivalenztatbestände eingeschränkt.

3. Erkenntnisse und Implikationen

Der Erfolg der Schweizer Marktzugangspolitik war bislang beschränkt. Die Gründe hierfür liegen vorwiegend in konzeptionellen Limitierungen des Äquivalenzansatzes und Besonderheiten der europäischen Finanzmarktpolitik. Die jüngsten Entwicklungen deuten darauf hin, dass sich die angedeutete Problematik in Zukunft noch verschärfen 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. Die Marktzugangsfunktion des Äquivalenzansatzes verliert dadurch an Bedeutung. Diese Verlagerung weg vom Rechtlichen hin zum Politischen macht die Mechanismen des äquivalenzbasierten Marktzugangs zunehmend unvorhersehbar. Die Marktzugangspolitik und die Umsetzung der Äquivalenzstrategie werden dadurch erschwert und können sich kaum mehr auf verlässliche Grundlagen stützen.

Die institutionelle Frage hat sich im Verhältnis zur Schweiz zum zentralen Faktor des finanzmarktrechtlichen Marktzugangs 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.

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

²⁹ Bericht des Bundesrats betreffend die Verhandlungen über ein institutionelles Abkommen zwischen der Schweiz und der EU vom 26. Mai 2021, 32 ff.

³⁰ Bericht des Bundesrats (FN 29), 16, 18, 30 f.

³¹ So z.B. Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 vom Dezember 2018 (FN 21), Art. 1.

³² 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 (vgl. zu den konzeptionellen Besonderheiten des Schweizer Systems MARCO TONI/LEA HUNGERBÜHLER, Neue Handelspflichten für Aktien in der EU, GesKR 2017, 205 ff., 213).

³³ 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».

³⁴ Kritisch auch LEHMANN/ZETSCHE (FN 2), N 21. Der Bundesrat spricht in diesem Zusammenhang explizit von einer «rein politischen Verknüpfung» (Bericht des Bundesrats [FN 29], 30).

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.

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.³⁵

V. Konturen einer neuen Ausrichtung

1. Kontinuität der Äquivalenz

Welche rechtspolitischen Konsequenzen diese Entwicklungen für die Schweiz haben werden, ist derzeit noch offen.³⁶ Der äquivalenzbasierte Marktzugang wird in Zukunft allerdings tendenziell an Bedeutung verlieren. Eine vollständige Abkehr von der europakompatiblen Konvergenzpolitik ist allerdings nicht empfehlenswert.³⁷ 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 der Umstand, dass die sowohl aus europäischer wie auch aus Schweizer Sicht unverbrüchlichen internationalen Standards ohnehin für eine gewisse Harmonisierung beider Systeme sorgen würden.³⁸ Insoweit wäre der Sinn einer fundamentalen Abweichung vom europäischen Standard ohnehin zu bezweifeln.

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 ab-

weichen zu müssen. Die sekundärrechtliche Konzeption des Äquivalenzansatzes und die einschlägige Praxis der europäischen Kommission bieten hierzu die nötige Flexibilität.³⁹ 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.⁴⁰

2. Renaissance des Bilateralismus

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 Drittstaatenmarktzugang weitgehend abschliessend regelte.⁴¹ 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.⁴²

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.

³⁵ Seit einigen Jahren wird geprüft, inwiefern der Finanzdienstleistungsverkehr mit der EU Gegenstand eines spezifischen Finanzdienstleistungsabkommens sein könnte. Ein solches Finanzdienstleistungsabkommen hätte den Vorteil, dass der Marktzugang sektoral konsolidiert würde. Da ein Finanzdienstleistungsabkommen bislang nicht die gewünschte innenpolitische Unterstützung erhalten hat, konnte dieser Ansatz nicht entscheidend vorangetrieben werden. Ein ursprünglich noch vorgesehener Vorstoss bei der europäischen Kommission blieb aus. Immerhin bleibt das Finanzdienstleistungsabkommen eine «langfristige Option» (Roadmap Finanzplatz Schweiz 2020+ [FN 18], 18).

³⁶ Vgl. für mögliche Ansätze SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 245 ff.

³⁷ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 246 f.

³⁸ Die internationalen Standards nehmen auch im europäischen Rechtsetzungskontext eine wichtige Rolle ein (vgl. z.B. Commission COM[2019] 349 [FN 7], 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.

³⁹ 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 [FN. 7], 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»).

⁴⁰ Botschaft zum FIDLEG und FINIG (FN 13), 8918; SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 240, 246 f.

⁴¹ SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 246.

⁴² Vgl. hierzu <<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/bilateral/lan-der/vereinigtes-koenigreich-uk-.html>> (zuletzt aufgerufen am 30. September 2021). Ausgangspunkt hierfür bildete ein am 30. Juni 2020 durch die Schweiz und das Vereinigte Königreich unterzeichnetes «Joint Statement».

3. 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.⁴³

Alternativ könnte eine Regelung auch dahingehen, Schweizer Finanzintermediären ein Wahlrecht einzuräumen, ob sie entweder das europäische Recht oder das Schweizer Korrelat hierzu einhalten wollen. Eine ähnliche Konzeption ist im Schweizer Aufsichtsrecht z.T. bereits in Ansätzen verwirklicht worden. So sieht etwa Art. 95 FinfraG vor, dass Gegenparteien von OTC-Derivategeschäften die Pflichten gemäss Art. 93 ff. FinfraG auch nach einem ausländischen Recht erfüllen können.⁴⁴ Das Schweizer Recht gilt gegebenenfalls als miterfüllt.

Beide Modelle würden letztlich voraussetzen, dass das europäische Recht als mit dem Schweizer Recht gleichwertig anerkannt wird. Die Schweiz müsste im Prinzip ein Äquivalenzverfahren mit Blick auf das europäische Recht durchführen.⁴⁵ Eine besondere Herausforderung bestünde aus Schweizer Sicht darin, dass das europäische Recht in der Schweiz durch das Schweizer Aufsichtssystem angewendet und durchgesetzt werden müsste. Darin wäre u.U. eine technische Herausforderung zu sehen.

Die beschriebenen Modelle hätten den Vorteil, dass Schweizer Finanzintermediäre nicht mehrere verschiedene Aufsichtsbestimmungen gleichzeitig beachten müssten. 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.⁴⁶ 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.

VI. Fazit 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.

Diese Effekte werden noch zusätzlich durch das Scheitern des institutionellen Rahmenabkommens 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.

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. Der vorliegende Beitrag hat Ansätze hierzu aufgezeigt.

⁴³ Vgl. zu diesem Ansatz eingehend SCHÄREN/JUTZI (FN 1), 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).

⁴⁴ 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).

⁴⁵ Vgl. hierzu auch Art. 95 lit. a FinfraG oder Art. 120 Abs. 2 lit. b KAG, wo Ansätze solcher Äquivalenzmechanismen bereits verwirklicht sind.

⁴⁶ Vgl. z.B. Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL und Art. 25 Abs. 2b lit. a EMIR 2.2.