



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:  
Dieter Gericke

## Private Equity VI

PE 6.0: Neue Mitspieler, neue Technologien,  
neue Themen, neues Recht



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:  
Dieter Gericke

## Private Equity VI

PE 6.0: Neue Mitspieler, neue Technologien,  
neue Themen, neues Recht

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2018  
ISBN 978-3-7255-7922-8

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>Künstliche Intelligenz als Herausforderung für das Obligationenrecht – veranschaulicht anhand des E-Commerce</b>	7
<i>Dr. Christian Wenger, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Wenger &amp; Vieli, Zürich, und Daniel Oehri, LL.M., Rechtsanwalt, Wenger &amp; Vieli, Zug/Zürich</i>	
<b>Gründer, Investoren und Management in der Welt von Private Equity – Update 6.0 des Steuerrechts erforderlich?</b>	35
<i>Dr. Claudia Suter, Rechtsanwältin, dipl. Steuerexperte, Partnerin bei Homburger AG, Zürich</i>	
<b>Warranty &amp; Indemnity Insurance und Private Equity</b>	55
<i>Martin Frey, Fürsprecher, LL.M., dipl. Steuerexperte, Partner bei Baker &amp; McKenzie, Zürich, und Petra Hanselmann, Rechtsanwältin, LL.M., Partnerin bei Baker &amp; McKenzie, Zürich</i>	
<b>Corporate Social Responsibility – Herausforderung für Private Equity-Manager und -Transaktionen</b>	79
<i>Dr. Dieter Gericke, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger AG, Zürich, und Margrit Marti, Rechtsanwältin, LL.M., Homburger AG, Zürich</i>	
<b>Herausforderung „ICO“</b>	117
<i>Dr. Luka Müller-Studer, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei MME Legal AG, Zug/Zürich, MLaw Michelle Wiki, Rechtsanwältin, MME Legal AG, Zürich, und M.A. HSG Sarah Vettiger, Rechtsanwältin, MME Legal AG, Zug</i>	
<b>MiFIR/MiFID II – Drittstaatenzugang für die Schweiz und Äquivalenz von FINIG/FIDLEG</b>	135
<i>Prof. Dr. Rolf Sethe, Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Konsulent bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich</i>	

# MiFIR/MiFID II – Drittstaatenzugang für die Schweiz und Äquivalenz von FINIG/FIDLEG

Rolf Sethe\*

## Inhalt

I.	Einleitung .....	136
1.	Anlass .....	136
2.	Zusammenhang von Private Equity und MiFIR/MiFID II .....	137
3.	Weiteres Vorgehen .....	139
II.	Drittstaatenzugang im Allgemeinen .....	139
1.	Vor- und Nachteile der Öffnung des Markts für Drittstaaten .....	139
2.	Vorgehen der EU .....	140
3.	Staatsvertragliche Regelungen .....	141
III.	Drittstaatenzugang nach MiFIR/MiFID II .....	142
1.	Arten der Leistungserbringung .....	142
a)	Korrespondenzdienstleistung auf Initiative des Kunden .....	142
b)	Korrespondenzdienstleistung auf Initiative des Dienstleisters .....	143
c)	Passive Dienstleistungsfreiheit .....	144
d)	Aktive Dienstleistungsfreiheit .....	144
e)	Niederlassung .....	144
f)	Produkte aus Drittstaaten .....	145
g)	Zwischenfazit .....	145
2.	Zweiteilung der Drittstaatenregelung .....	145
3.	Dienstleistungen an geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden .....	146
a)	Äquivalenz der Finanzmarktregulierung des Drittstaats .....	146
b)	Anerkennungsentscheidung der EU-Kommission .....	148
c)	Notwendigkeit eines Kooperationsabkommens .....	149
d)	Erlaubnis des Drittstaats zur grenzüberschreitenden Tätigkeit .....	149
e)	Antrag und Rechtsfolgen einer Bewilligung .....	149
f)	Erlöschen der Erlaubnis .....	151
g)	Verbot der Diskriminierung .....	151
4.	Dienstleistungen an Kleinanleger und gekorene professionelle Kunden .....	152
a)	Wahlmöglichkeit im Retailgeschäft .....	152
b)	Errichtung einer Zweigniederlassung für das Retailgeschäft .....	153

---

\* Der Beitrag befindet sich auf dem Stand 1. Juni 2018. Der Verfasser dankt Herrn Dr. Lukas Fahrländer für die kritische Durchsicht dieses Beitrags.

aa)	Anforderungen an die Drittlandfirma.....	153
bb)	Anforderungen an die Aufsicht im Drittland .....	153
cc)	Anforderungen an die Regulierung im Drittland.....	154
dd)	Antrag und Mitteilungspflichten .....	154
ee)	Entscheidung über den Antrag.....	155
ff)	Entzug der Zulassung.....	155
5.	Weitere Anforderungen.....	155
IV.	Äquivalenz von FIDLEG und FINIG .....	156
1.	Das Reformprojekt im Überblick .....	156
2.	Künftige Aufsicht über Vermögensverwalter und Trustees.....	158
3.	Künftige aufsichtsrechtliche Erfassung der selbstständigen Anlageberater.....	160
4.	Kundensegmentierung.....	161
5.	Streichung der Interessenwahrungs- und Sorgfaltspflicht im E-FIDLEG .....	161
6.	Eignungs- und Angemessenheitstest .....	163
a)	Transaktionsbezogene Anlageberatung.....	163
b)	Kein Angemessenheitstest für Execution-Only-Geschäfte.....	164
7.	Unzureichende Kundenangaben .....	165
8.	Retrozessionen .....	166
a)	Retrozessionen bei der Vermögensverwaltung .....	166
b)	Retrozessionen bei der Anlageberatung .....	167
V.	Fazit.....	168

## I. Einleitung

### 1. Anlass

Der folgende Beitrag beschäftigt sich mit der Frage, unter welchen Voraussetzungen schweizerische Finanzdienstleister künftig ihre Wertpapierdienstleistungen in der EU erbringen dürfen. Anlass für diese Untersuchung sind die jüngst in Kraft getretene Verordnung über Märkte für Finanzdienstleistungen (nach ihrem englischen Kürzel MiFIR<sup>1</sup> genannt) und die dazugehörige Richtlinie (MiFID II<sup>2</sup>). MiFIR und MiFID II regeln die Anforderungen an Wertpapierfirmen, geregelte Märkte, Datenbereitstel-

---

<sup>1</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 15. Mai 2014, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 84 ff. Die Verordnung war mit wenigen Ausnahmen ab 3. Januar 2017 anzuwenden (Art. 55 Abs. 2 MiFIR); das Inkrafttreten wurde durch die Verordnung (EU) 2016/1033 vom 23. Juni 2016, ABl L 175 vom 30. Juni 2016, 1 ff., um ein Jahr verschoben.

<sup>2</sup> Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung) vom 15. Mai 2014, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff. Die Richtlinie war ursprünglich bis zum 3. Juli 2016 umzusetzen und mit wenigen Ausnahmen zum 3. Januar 2017 in Kraft zu setzen (Art. 93 Abs. 1 MiFID II). Diese Fristen wurden durch die Richtlinie (EU) 2016/1034 vom 23. Juni 2016, ABl L 175 vom 30. Juni 2016, 8 ff., um ein Jahr verlängert.

lungsdienste und Drittlandfirmen, die in der EU Wertpapierdienstleistungen erbringen oder Anlagetätigkeiten ausüben.<sup>3</sup>

## 2. Zusammenhang von Private Equity und MiFIR/MiFID II

Der vorliegende Beitrag erscheint in einem Tagungsband zum Thema Private Equity. Darum muss zunächst geklärt werden, wie die Themen MiFIR/MiFID II und Private Equity zusammenhängen. Unter Private Equity wird privates Beteiligungskapital verstanden, bei dem die vom Kapitalgeber eingegangene Beteiligung nicht an geregelten Märkten gehandelt wird. Typischerweise beteiligt sich ein auf Eigenkapitalfinanzierung spezialisierter Private-Equity-Fonds an Unternehmen mit Wertsteigerungspotenzial. Das benötigte Kapital wird dem Fonds von institutionellen und privaten Investoren zur Verfügung gestellt und diese erhalten dafür Anteile an dem Fonds. Das Kapital ist bis zum Ausstieg des Fonds aus der Beteiligung gebunden (in der Praxis zwischen fünf und zehn Jahren).

Da MiFIR und MiFID II geregelte Märkte und Wertpapierfirmen betreffen, scheinen sie Private-Equity-Beteiligungen nicht zu erfassen, die vielmehr in den Anwendungsbereich einer anderen EU-Richtlinie, der AIFMD<sup>4</sup>, fallen. Dieser erste Eindruck trägt jedoch. Es ist wie folgt zu differenzieren:

Private-Equity-Fonds unterfallen der Definition des „Alternativen Investmentfonds“ (AIF) gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM. Der den Fonds verwaltende Vermögensverwalter (AIFM) wird in Bezug auf die Verwaltung und den Vertrieb der von ihm verwalteten Fonds von der AIFMD erfasst und bedarf einer Bewilligung (Art. 1, 6 Abs. 1-3, Anhang I AIFMD). Diese kann sich neben der Haupttätigkeit der Verwaltung und des Vertriebs eines AIF auch – sofern der jeweilige EU-Mitgliedstaat dies gestattet – auf die damit verbundene Erbringung bestimmter weiterer Wertpapierdienstleistungen (sog. „MiFID Services“, Art. 6 Abs. 4, 5 AIFMD) beziehen.<sup>5</sup> Zu den MiFID Services zählen die individuelle Verwaltung von Portfolios sowie die Nebendienstleistungen der Anlageberatung, Verwahrung und technischen Verwaltung in Bezug auf die Anteile von Organismen für gemeinsame Anlagen sowie die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben. Innerhalb der Reich-

---

<sup>3</sup> Erwägungsgrund 7 der MiFID II.

<sup>4</sup> Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABI L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff.

<sup>5</sup> Sofern der AIFM eine solche Erlaubnis besitzt, gilt für diese Dienstleistungen der Europäische Pass, vgl. den geänderten Art. 33 Abs. 1 AIFMD.

weite dieser Regelung richtet sich die Zulassung und Beaufsichtigung sowie der Zugang aus Drittstaaten ausschliesslich<sup>6</sup> nach der AIFMD.<sup>7</sup>

Anders ist die Lage, wenn der Anwendungsbereich der AIFMD von vornherein nicht eröffnet ist,<sup>8</sup> weil der Finanzdienstleister keinen AIF verwaltet, sondern er Finanzinstrumente im Allgemeinen vertreibt. Einschlägig sind dann MiFIR und MiFID II. Diese erfassen Wertpapierdienstleistungen<sup>9</sup> im Hinblick auf Finanzinstrumente jeder Art, seien sie kotiert oder nicht. Als Finanzinstrumente gelten auch „Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen“<sup>10</sup>, worunter nicht nur die Anteile an OGAWs,<sup>11</sup> sondern auch diejenigen an AIFs zu verstehen sind.<sup>12</sup> Wertpapierdienstleister, die weder einen UCITS noch einen AIF verwalten,<sup>13</sup> unterfallen also dem Anwendungsbereich von MiFIR/MiFID II, auch wenn sich die Dienstleistung auf einen Anteil an einem OGAW oder AIF bezieht.<sup>14</sup>

Die MiFIR und MiFID II sind daher durchaus auch im Zusammenhang mit Private Equity von Interesse. Ihr Drittstaatenregime betrifft schweizerische Finanzdienstleister, die weder einen AIF noch einen OGAW verwalten, die aber gegenüber Kunden in der EU Wertpapierdienstleistungen in Bezug auf Anteile an solchen Fonds erbringen, wie es etwa Anlageberater oder Vertriebsintermediäre tun.

---

<sup>6</sup> Im Anwendungsbereich der AIFMD kommen jedoch bestimmte Pflichten der MiFID II zur Anwendung (vgl. Art. 6 Abs. 6 AIFMD). Die AIFMD verweist auf Art. 2 Abs. 2, Art. 12, 13, 19 der MiFID I, die gemäss Art. 94 i.V.m. Anhang IV der MiFID II den Art. 2 Abs. 2, Art. 15 und 16, Art. 24 Abs. 1, 3, 4, 6, 13, 14, Art. 25 Abs. 2-8 MiFID II entsprechen.

<sup>7</sup> Dazu etwa LUCHSINGER GAHWILER CATRINA/SCHOTT ANSGAR, Flucht in ausländische Fonds? – Die Rechtslage in der Schweiz nach Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie, in: MÖLLERS/KLOYER (Hrsg.), Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, München 2013, N 685 ff.; JUTZI THOMAS/FEUZ CHRISTOPH, MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre, Jusletter 25. April 2016, N 21 f., N 31 ff.

<sup>8</sup> Und auch nicht derjenige der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen, ABI L 257 vom 28. August 2014, 186 ff.

<sup>9</sup> Vgl. Anhang I Abschnitt A MiFID II.

<sup>10</sup> Anhang I Abschnitt C [3] der MiFID II.

<sup>11</sup> Vgl. FN 8.

<sup>12</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFMD; JUTZI/FEUZ (FN 7), N 23.

<sup>13</sup> Vgl. die Ausnahme in Art. 2 Abs. 1 lit. i MiFID II.

<sup>14</sup> JUTZI/FEUZ (FN 7), N 23; ZETZSCHE DIRK/MARTE THOMAS, The AIFM's Cross-Border Dimension, Third-Country Rules, Equivalence Concept, in: ZETZSCHE (Hrsg.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 431 ff., 449.

### 3. Weiteres Vorgehen

Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, welche Vor- und Nachteile aus Sicht der EU der Zugang von Drittstaaten zum Binnenmarkt hat (dazu II.) und wie MiFID II/MiFIR den Drittstaatenzugang regeln (dazu III.).<sup>15</sup> Dieser hängt vor allem davon ab, ob das Aufsichtsrecht des Drittstaats zu dem der EU äquivalent ist. Daher wird in einem weiteren Abschnitt untersucht, ob das – voraussichtlich 2020 in Kraft tretende – schweizerische Regelungspaket FINIG/FIDLEG, das die Äquivalenz zu MiFID II/MiFIR herstellen soll, diesen Anforderungen genügt (dazu IV.).

## II. Drittstaatenzugang im Allgemeinen

### 1. Vor- und Nachteile der Öffnung des Markts für Drittstaaten

Die Öffnung des EU-Finanzmarkts für Drittstaatenanbieter ist von Vorteil, da mit ihr eine Markterweiterung (Liquidität, Innovation sowie Produktdifferenzierung) einhergeht. Dies bewirkt mehr Wettbewerb, was zu einer Verbesserung der Leistungen und/oder zu einer Reduktion der Preise führen kann.<sup>16</sup>

Allerdings birgt die Marktöffnung auch die Gefahr von Externalitäten für den Binnenmarkt, wenn Drittstaaten ihr Aufsichtsrecht laxer gestalten (dürfen) als die EU oder wenn Anbieter aus Drittstaaten weniger streng beaufsichtigt würden als Anbieter aus der EU (*contagion*, *spill-over*-Effekte, Wettbewerbsverzerrung zulasten der heimischen Anbieter). Es bestünde zudem die Möglichkeit einer Regulierungsarbitrage und eines *race to the bottom* im Aufsichtsrecht.<sup>17</sup> Schliesslich kann eine Marktöffnung dazu führen, dass die eigenen Marktteilnehmer unseriöse Angebote aus Drittstaaten erhalten.

Um diesen Gefahren zu begegnen, könnte man eine für Anbieter aus Drittstaaten sehr strenge Regulierung erlassen. In diesem Fall würde man die Wettbewerbsbedingungen im Binnenmarkt jedoch zulasten der Drittstaatenanbieter verzerren, so dass sie den europäischen Raum meiden. Der mit der Marktöffnung verfolgte Zweck würde in sein Gegenteil verkehrt. Es gilt also, ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen einem Zu-

---

<sup>15</sup> Dabei knüpfe ich im Folgenden an den Beitrag SETHE ROLF, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, 615 ff., an.

<sup>16</sup> Den Wunsch der EU nach Einbeziehung der Drittstaaten brachte bereits Erwägungsgrund 29 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 zum Ausdruck: „Da die Gemeinschaft ihre Kapitalmärkte für die anderen Länder offenhalten will, ist das Ziel dieses Verfahrens nicht eine Abschottung der Kapitalmärkte der Gemeinschaft, sondern eine weitergehende Liberalisierung der gesamten Kapitalmärkte in den Drittländern.“

<sup>17</sup> Ebenso EGGEN MIRJAM/SCHAEFER RUPERT, Regulierung grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzmarktrecht, GesKR 2013, 368.

viel und einem Zuwenig an Regulierung zu finden, bei dem heimische Anbieter und solche aus Drittstaaten vergleichbaren Regulierungen unterliegen.

## 2. Vorgehen der EU

Aus diesem Grund hat die EU in nahezu allen neueren Rechtsakten zu Finanzprodukten, Finanzmärkten oder Finanzintermediären Regelungen über den Drittstaatenzugang aufgenommen: Man verlangt die Einhaltung der EU-Regelungen, es sei denn, dass das Drittland ein gleichwertiges Schutzniveau in Bezug auf das Produkt oder den Finanzintermediär oder vergleichbare Standards auf seinem Finanzmarkt kennt (Äquivalenzkonzept<sup>18</sup>).<sup>19</sup> Dabei wird nicht allein auf die Gleichwertigkeit des Finanzmarktrechts selbst abgestellt, sondern zusätzlich eine Kooperation der Aufsichtsbehörden, eine wirksame Geldwäschereibekämpfung und eine Zusammenarbeit bei der Bekämpfung der Steuerverkürzung verlangt. Die Gleichwertigkeit ist sodann im Wege einer Entscheidung der EU-Kommission festzustellen (Anerkennungskonzept), die im Ermessen der Kommission steht und in die bestimmte Kriterien einfließen, wie etwa Reziprozität.<sup>20</sup> Es besteht derzeit kein Anspruch des Drittstaats auf die Anerkennung,<sup>21</sup> so dass es sich nicht nur um eine rein technische Bewertung der Gleichwertigkeit handelt, sondern auch um eine politische Entscheidung.<sup>22</sup> Die Ausgestaltung des Zugangs von Instituten aus Drittstaaten zum Binnenmarkt ist im Detail von Rechtsakt zu Rechtsakt

---

<sup>18</sup> Dieser Begriff hat sich inzwischen eingebürgert. Er kann jedoch zu Verwechslungen führen mit dem Begriff des „Äquivalenzprinzips“ des allgemeinen EU-Rechts. Dieser meint die Verpflichtung der Mitgliedstaaten, beim Vollzug von EU-Recht dieselben Grundsätze zu befolgen wie bei innerstaatlichem Recht, LEHMANN MATTHIAS, in: Münchener Kommentar zum BGB, Band 12, 7. Aufl., München 2018, IntFinanzMarktR N 138 FN 161.

<sup>19</sup> Einen sehr guten Überblick über die Anforderungen in den einzelnen Rechtsakten geben JUTZI/FEUZ (FN 7), N 29 ff.; ZETSCHE DIRK, Drittstaaten im Europäischen Bank- und Finanzmarktrecht, in: BACHMANN/BREIG (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität in Deutschland, Europa und Russland, Tübingen 2014, 47 ff.

<sup>20</sup> Siehe unten III.3.b). Bisweilen wird die Reziprozität auch nicht als Teil der Anerkennungsentscheidung eingeordnet, sondern als Teil der Äquivalenzprüfung selbst, wie etwa in Art. 25 Abs. 9 CSDR (Verordnung (EU) Nr. 909/2014 vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, ABI L 257 vom 28. August 2014, 1 ff.

<sup>21</sup> ALEXANDER KERN, The UK's Third-Country Status Following Brexit: Post-Brexit Models, Third-Country Equivalence and Switzerland, in: ALEXANDER et al. (eds.), Brexit and Financial Services, Oxford 2018, 138 f. Zu Forderungen nach Justiziabilität MOLONEY NIAMH, Brexit, the EU and its Investment Banker: Rethinking 'Equivalence' for the EU Capital Market (March 8, 2017), LSE Legal Studies Working Paper No. 5/2017, 42 <<https://ssrn.com/abstract=2929229>>; wegen der Dauer solcher Verfahren eher skeptisch ZETSCHE (FN 19), 136.

<sup>22</sup> Dies musste die Schweiz bereits mehrfach schmerzlich erfahren, vgl. NZZ am Sonntag, 5. Oktober 2014, 10 „Brüssel lässt Schweizer Börse bangen“; NZZ 19. Dezember 2017, 13 „Brüssel will Schweizer Börse als Geisel nehmen“.

unterschiedlich, so dass man nicht von einem einheitlichen Drittstaatenregime sprechen kann.<sup>23</sup>

### 3. Staatsvertragliche Regelungen

Die EU ist nur dann befugt, den Marktzugang von Drittlandfirmen einseitig zu regeln, wenn sie nicht aufgrund völkerrechtlicher Regelungen gebunden ist. Dies ist derzeit nicht der Fall. So enthält das General Agreement on Trade in Services (GATS) einen Vorbehalt, wonach Massnahmen zum Schutz von Investoren, Einlegern oder zur Sicherung der Integrität und Stabilität des Finanzsystems der nationalen aufsichtsrechtlichen Regelung vorbehalten sind (sog. „*prudential carve-out*“, Anhang über Finanzdienstleistungen zu Art. XXIX Ziff. 2 lit. a Satz 1), solange solche Regelungen verhältnismässig sind<sup>24</sup> und nicht dazu benutzt<sup>25</sup> werden, die Pflichten eines Mitglieds aus dem GATS zu umgehen.<sup>26</sup>

Auch bilateral besteht derzeit kein Staatsvertrag, der einen Marktzugang von Schweizer Finanzintermediären zur EU garantiert, denn das Freizügigkeitsabkommen<sup>27</sup> enthält in Anhang 1 Art. 22 III i) eine Klausel, wonach die im Zeitpunkt des Inkrafttretens dieses Abkommens bestehenden Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Zulassung und Aufsicht von Finanzdienstleistungen jeder Vertragspartei unberührt bleiben (sog. *stand-still*-Regel). Da die EU-Staaten bereits 1999 Bankgeschäfte sowie individuelle und kollektive Vermögensverwaltungen aufsichtsrechtlich erfasst hatten, besteht insoweit gerade keine Freizügigkeit.

<sup>23</sup> Sehr hilfreich ist das Arbeitsdokument der Kommission, indem sie ihre Erfahrungen aus 212 bereits erfolgten Anerkennungsentscheidungen im Hinblick auf diverse Rechtsakte beschreibt, vgl. EC, Commission Staff Working Document – EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment, SWD(2017) 102 final, vom 27. Februar 2017.

<sup>24</sup> Dazu VON BOGDANDY ARMIN/WINDSOR JOSEPH, in: WOLFRUM/STOLL/FEINÄUGLE (Hrsg.), WTO – Trade in Services, Leiden, Boston 2008, N 23 f.; SETHE ROLF/LEHMANN MATTHIAS, Internationales Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: TIETJE (Hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, 2. Aufl. Berlin 2015, § 13 N 9 ff.; vgl. auch WEBER ROLF H., Finanzdienstleistungen im WTO-Recht, in: WEBER (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, 1, 12 f.

<sup>25</sup> Die Einzelheiten sind umstritten. Nach GKOUTZINIS APOSTOLOS, International Trade in Banking Services and the Role of the WTO: Discussing the Legal Framework and Policy Objectives of the General Agreement on Trade in Services and the Current State of Play in the Doha Round of Trade Negotiations, International Lawyer 39 2005, 877, 903, greift der *carve-out* nur, wenn rein aufsichtsrechtliche Massnahmen ergriffen werden (objektiver Massstab); a.A. VON BOGDANDY/WINDSOR (FN 24), N 24, wonach eine Umgehung des *prudential carve-out* einen gewissen Vorsatz voraussetze und der *carve-out* daher nur dann nicht eingreife, wenn die Massnahme des Staats gezielt protektionistisch ist.

<sup>26</sup> ALEXANDER (FN 21), 129 ff. geht davon aus, dass das Drittstaatenregime von MiFIR/MiFID II den Anforderungen des *prudential carve-out* genügt.

<sup>27</sup> Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft einerseits und der Europäischen Gemeinschaft und ihren Mitgliedstaaten andererseits über die Freizügigkeit vom 21. Juni 1999 (SR 0.142.112.681).

Schliesslich enthält auch das mit Deutschland vereinbarte Memorandum zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Tätigkeiten im Finanzbereich vom 3. Juli/15. August 2013<sup>28</sup> keine Verpflichtung, einen generellen Marktzugang zu gewähren. Es regelt lediglich die Freistellung von Instituten, die bereits im Heimatland über eine gleichwertige Aufsicht verfügen, also Banken und Effekthändler. Da unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater derzeit in der Schweiz nicht prudentiell beaufsichtigt sind, werden sie vom Memorandum nicht erfasst.

### III. Drittstaatenzugang nach MiFIR/MiFID II

#### 1. Arten der Leistungserbringung

Betrachtet man die aufsichtsrechtlichen Anforderungen für einen Drittstaatenzugang näher, stellt man fest, dass sie sich danach richten, auf welche Art die aus dem Drittland stammende Bank oder Wertpapierfirma (im Folgenden Drittlandfirma<sup>29</sup>) ihre Leistung erbringt. Es sind verschiedene Konstellationen zu unterscheiden:

##### a) *Korrespondenzdienstleistung auf Initiative des Kunden*

Die Drittlandfirma erbringt ihre Leistung in die EU hinein, ohne dass Mitarbeiter die Grenze überqueren. Es ist allein die Leistung (z.B. Anlageberatung am Telefon, Finanzkommission von Wertpapieren aus dem Drittstaat in die EU), die die Grenze überschreitet (sog. Korrespondenzdienstleistung<sup>30</sup>). Solange die grenzüberschreitende Leistungserbringung ausschliesslich auf Initiative des Kunden erfolgt, ist dieser Vorgang aufsichtsrechtlich unbedenklich, da der Kunde selbstverantwortlich das Schutzniveau des Drittstaats wählt. Daher machen weder die MiFID II noch die MiFIR hierfür Vorgaben<sup>31</sup> und sie stellen dies – im Gegensatz zur Vorgängerregelung MiFID I<sup>32</sup> – nun ausdrücklich klar.<sup>33</sup> Um einen Missbrauch der Regelung zu verhindern, definiert

---

<sup>28</sup> SR 0.956.113.61, vgl. dazu FINMA Mitteilung 54/2014 vom 6. Januar 2014.

<sup>29</sup> Vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 57 MiFID II.

<sup>30</sup> In der Terminologie des GATS „grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung“, vgl. Art. I Abs. 2 lit. a GATS.

<sup>31</sup> BARTHOLET OLIVER, Rechtliche Herausforderungen und Konfliktzonen im grenzüberschreitenden „Private Banking“, SZW 2013, 383, 392 ff., weist auf die zahlreichen Abgrenzungsschwierigkeiten hin, die die Praxis mit der Regelung hat.

<sup>32</sup> Richtlinie 2004/39/EG vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABI L 145 vom 30. April 2004, 1 ff.

<sup>33</sup> Art. 42 Satz 1 MiFID II, Erwägungsgrund 111 Sätze 1 und 2 MiFID II; Erwägungsgrund 43 Sätze 1 und 2 MiFIR.

MiFID II die „Initiative des Kunden“ eng: Hierunter ist nur die von dem Kunden konkret nachgefragte Dienstleistung oder Anlagetätigkeit zu verstehen. Ein Kundenkontakt darf also nicht als Vorwand genutzt werden, um ihm andere Produkte oder Wertpapierdienstleistungen anzubieten (Art. 42 Satz 2 MiFID II). Hat also der Kunde eine Anlageberatung im Drittland nachgefragt, darf die Drittlandfirma dem Kunden nicht von sich aus ein Vermögensverwaltungsmandat offerieren. Tut sie dies, geht in diesem Moment die Initiative von der Drittlandfirma aus und das Drittstaatenregime der MiFIR/MiFID II ist anzuwenden.<sup>34</sup>

b) *Korrespondenzdienstleistung auf Initiative des Dienstleisters*

Beruhet die Leistungserbringung dagegen auf einer Initiative der im Drittstaat ansässigen Firma, ist dies aus Sicht der EU aufsichtsrechtlich relevant. Eine nicht mehr ausschliesslich auf Initiative des Kunden erfolgende Leistungserbringung liegt vor, wenn sich eine Drittlandfirma aktiv um (potenzielle) Kunden in der EU bemüht oder sie Wertpapierdienstleistungen (und ggf. Nebentätigkeiten) in der EU fördert oder dafür (individualisierte) Werbung treibt. Wendet sich die Drittlandfirma aktiv an Kunden in der EU, greift in der Folge die soeben beschriebene Ausnahme<sup>35</sup> vom Anwendungsbereich der MiFIR/MiFID II nicht; es gelten vielmehr deren Drittstaatenregelungen (dazu unter III.2.-5.).<sup>36</sup> Dies zeigt auch der Wortlaut von Art. 39 Abs. 1, 2 MiFID II. Erfasst sind danach alle Gestaltungen, bei denen eine Drittlandfirma die Erbringung einer Wertpapierdienstleistung an Retailkunden in einem Mitgliedstaat der EU „beabsichtigt“. Ab wann ein solches „gezieltes“ An-den-Markt-Wenden vorliegt, war in der Vergangenheit immer wieder problematisch, vor allem in Bezug auf Werbemassnahmen. Werbung, die sich an den Kunden persönlich richtet, ist ein klares Indiz für eine solche Absicht. Wendet sich der Kunde dagegen an die Drittlandfirma aufgrund einer allgemein gehaltenen (nicht personenbezogenen) Werbung oder aufgrund eines Kaufangebots für Finanzinstrumente, das sich an das Publikum generell oder eine größere

<sup>34</sup> So auch BARTHOLET (FN 31), 398.

<sup>35</sup> Vgl. den Text bei FN 33 sowie Erwägungsgrund 111 Satz 3 MiFID II; Erwägungsgrund 43 Satz 3 MiFIR.

<sup>36</sup> Damit folgt die MiFIR/MiFID II dem sog. Marktortprinzip, wonach die Bewilligungspflicht bereits dann ausgelöst wird, wenn sich der Anbieter aus dem Drittstaat *zielgerichtet* an den inländischen Markt wendet. Deutschland etwa folgt diesem Prinzip seit 2005, ausführlich dazu LEHMANN, in: Münchener Kommentar (FN 18), N 195 ff; SETHE ROLF, in: SCHÄFER/SETHE/LANG (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., München/Basel/Wien 2016, § 5 N 105 ff. Das Marktortprinzip verstösst nicht gegen das völkerrechtliche Territorialitätsprinzip. Dieses verbietet lediglich, öffentliche Gewalt auf fremdem Territorium auszuüben, nicht aber, Vorgänge in anderen Staaten zum Gegenstand inländischer Regelungen zu machen. Gleiches gilt für das Auswirkungsprinzip, das Sachverhalte erfasst, bei denen im Ausland vorgenommen Handlungen (z.B. Marktmissbrauch) sich auf den inländischen Markt auswirken. Vgl. zu beidem LEHMANN, in: Münchener Kommentar (FN 18), N 117.

Gruppe oder Gattung von Kunden oder potenziellen Kunden richtet, handelt er auf eigene Initiative.<sup>37</sup>

Die soeben geschilderte Bereichsausnahme, von wem die Initiative zur Aufnahme der Geschäftsbeziehung ausgeht, betrifft nicht nur Endkunden, sondern auch in der EU niedergelassene Wertpapierfirmen (vgl. dazu Art. 46 Abs. 5 Unterabs. 3 MiFIR).<sup>38</sup>

c) *Passive Dienstleistungsfreiheit*

Begibt sich ein in der EU ansässiger Kunde in den Drittstaat, um die Leistung in Anspruch zu nehmen oder das Produkt zu erwerben (sog. passive Dienstleistungsfreiheit<sup>39</sup>), muss er die dortigen Rechtsregeln und das Schutzniveau hinnehmen.<sup>40</sup>

d) *Aktive Dienstleistungsfreiheit*

Sendet die Drittlandfirma vorübergehend Mitarbeiter in die EU, damit diese (Teillakte von) Finanzdienstleistungen erbringen (sog. aktive Dienstleistungsfreiheit<sup>41</sup>), liegt regelmässig ein Anbieten von Finanzdienstleistungen im Inland vor, das aufsichtsrechtlich zu erfassen ist.

e) *Niederlassung*

Die Drittlandfirma kann in einem Mitgliedstaat der EU eine Niederlassung (Tochtergesellschaft oder Zweigstelle) errichten.<sup>42</sup> Da eine in einem EU-Mitgliedstaat errichtete Tochtergesellschaft über eine eigene Rechtspersönlichkeit verfügt, ist sie aufsichtsrechtlich eigenständiger Adressat einer Bewilligungspflicht im EU-Mitgliedstaat. Sie ist also keine Drittlandfirma i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 57 MiFID II, Art. 2 Abs. 1 Nr. 42

---

<sup>37</sup> Erwägungsgrund 85 der MiFID II. Richtlinienwidrig ist daher die entgegenstehende Praxis der deutschen BAFIN, Merkblatt – Hinweise zur Erlaubnispflicht nach § 32 Abs. 1 KWG in Verbindung mit § 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG von grenzüberschreitend betriebenen Bankgeschäften und/oder grenzüberschreitend erbrachten Finanzdienstleistungen vom 1. April 2005, <www.bafin.de>. Die Bafin nimmt nur Sympathiewerbung („XY-Bank = beste Bank“) aus und bejaht bei Produktwerbung („XY-Bank = Spitzenkonditionen für Termingelder“) bereits eine Erlaubnispflicht. Kritisch dazu etwa HANTEN MATHIAS, Grenzüberschreitende Aspekte des Kreditwesengesetzes und der Wohlverhaltensregeln des Wertpapierhandelsgesetzes, in: BAUDENBACHER (Hrsg.), Aktuelle Entwicklungen des Europäischen und Internationalen Wirtschaftsrechts, Band 7, Basel 2005, 181 f.

<sup>38</sup> Vgl. auch Erwägungsgrund 43 Satz 1 MiFIR.

<sup>39</sup> In der Terminologie des GATS „Nutzung im Ausland“, vgl. Art. I Abs. 2 lit. b GATS.

<sup>40</sup> Ausführlich zu den damit verbundenen Problemen SETHE (FN 15), 622 f.

<sup>41</sup> In der Terminologie des GATS „Präsenz natürlicher Personen“, vgl. Art. I Abs. 2 lit. d GATS.

<sup>42</sup> In der Terminologie des GATS „kommerzielle Präsenz“, vgl. Art. I Abs. 2 lit. c GATS.

MiFIR, sondern ein inländisches Institut, so dass für sie die Vorschriften der MiFID II/MiFIR in vollem Umfang gelten.

Im Gegensatz dazu ist die Zweigstelle eine unselbstständige Niederlassung der Drittlandfirma ohne eigene Rechtspersönlichkeit. Die Zweigstelle wird dem sie errichtenden Institut zugerechnet. Wenn dieses Institut seine Hauptverwaltung oder seinen Sitz ausserhalb der EU hat, gilt es als Drittstaatenfirma und damit ist das Drittstaatenregime der MiFID II/MiFIR (dazu III.2-5.) anzuwenden.

#### *f) Produkte aus Drittstaaten*

Aufsichtsrechtlich relevant ist schliesslich die Situation, bei der ein Produkt die Grenze vom Drittstaat in die EU überquert. Wenn ein in einem Drittstaat konzipiertes Finanzprodukt oder ein nicht den Anforderungen an die Produktüberwachung der Richtlinie unterliegendes Finanzprodukt durch eine in der EU ansässige Wertpapierfirma angeboten oder empfohlen wird, ist diese zu geeigneten Vorkehrungen verpflichtet, um ausreichende Informationen über die Finanzinstrumente zu erhalten (Erwägungsgrund 71 Unterabs. 2 MiFID II). Diese rein produktbezogenen Fragen werden im Folgenden ausgeblendet.

#### *g) Zwischenfazit*

Zusammenfassend kann man also festhalten, dass aus Sicht der EU die Themen Zulassung und laufende Beaufsichtigung von Drittlandfirmen immer dann relevant werden, wenn Drittlandfirmen von sich aus EU-Kunden kontaktieren, wenn die Leistung der Drittlandfirma auf deren Initiative in die EU hinein erbracht wird, wenn sich Berater aus dem Drittstaat in die EU begeben oder wenn das Institut aus dem Drittstaat in der EU eine Zweigstelle errichtet. Diese Konstellationen regeln MiFIR und MiFID II wie folgt:

## **2. Zweiteilung der Drittstaatenregelung**

Der Anwendungsbereich von MiFIR und MiFID II erfasst Drittlandfirmen (Art. 1 lit. f MiFIR, Art. 1 Abs. 1 MiFID II). Hierunter sind Unternehmen zu verstehen, die in der EU „Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten“<sup>43</sup> mit oder ohne „Nebendienstleistungen“<sup>44</sup> erbringen bzw. anbieten, und die – wären sie in der EU ansässig – dort als Wertpapierfirma oder Kreditinstitut gelten würden (Art. 4 Abs. 1 Nr. 57 MiFID II, Art. 2 Abs. 1 Nr. 42 MiFIR).

---

<sup>43</sup> Vgl. die Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Anhang I Abschnitt A der MiFID II.

<sup>44</sup> Siehe die Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. Anhang I Abschnitt B der MiFID II.

Die Regelung für Drittstaatenfirmen ist zweigeteilt.

- Diejenigen Regelungsbereiche, die einheitlich für die gesamte EU festgelegt werden müssen, finden sich in Art. 46-49 MiFIR. Es handelt sich um die Vorschriften zur Zulässigkeit von Leistungen an in der EU ansässige institutionelle Anleger (sog. geeignete Gegenparteien<sup>45</sup>) und an kraft Gesetzes als professionell eingeordnete Kunden (sog. geborene professionelle Kunden<sup>46</sup>).
- Demgegenüber enthalten die Art. 39-43 MiFID II alle Regelungen, bei denen den Mitgliedstaaten ein Umsetzungsspielraum gewährt werden sollte, nämlich die Erbringung von Leistungen einer Drittlandfirma an in der EU ansässige Retailkunden. Hierunter sind Kleinanleger<sup>47</sup> und Personen, die sich vom Kleinanleger zum professionellen Kunden haben hochstufen lassen (sog. gekorene professionelle Kunden<sup>48</sup>), zu verstehen.

### **3. Dienstleistungen an geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden**

Eine Drittlandfirma, die ihre Leistungen aus dem Drittstaat an geborene professionelle Kunden oder geeignete Gegenparteien in der EU erbringen will, muss sich in das bei der ESMA geführte Register der zugelassenen Drittlandfirmen eintragen lassen. Hierfür sieht die MiFIR (aufgrund ihrer Rechtsnatur als Verordnung) einheitliche Bedingungen in sämtlichen Mitgliedstaaten vor, so dass die bisherige grosse Rechtszersplitterung aufgrund einer Vielzahl unterschiedlicher nationaler Vorgaben endlich überwunden wurde. Die Vereinheitlichung ist zu begrüßen, da sie für gleiche Wettbewerbsbedingungen sorgt.<sup>49</sup> Folgende Voraussetzungen sind nach Art. 46 ff. MiFIR zu erfüllen:

#### *a) Äquivalenz der Finanzmarktregulierung des Drittstaats*

Das Drittland muss gesetzlich sicherstellen, dass im Drittland zugelassene Wertpapierfirmen prudentielle Regeln und Wohlverhaltensregeln einhalten, die denen der MiFIR, der CRD IV<sup>50</sup> und der MiFID II sowie den jeweils dazu ergangenen Ausführungsbestimmungen entsprechen. Weiterhin muss das Drittland über eine Aufsicht verfügen,

---

<sup>45</sup> Vgl. die Definition in Art. 30 Abs. 2 MiFID II.

<sup>46</sup> Sie werden in Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 i.V.m. Anhang II Abschnitt I der MiFID II umschrieben.

<sup>47</sup> Zum Begriff vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 MiFID II.

<sup>48</sup> Massgebend für deren Definition ist Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 i.V.m. Anhang II Abschnitt II der MiFID II.

<sup>49</sup> So im Ergebnis auch ZETZSCHE (FN 19), 127.

<sup>50</sup> Richtlinie 2013/36/EU vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, ABl L 176 vom 27. Juni 2013, 338.

die ein dem EU-Standard gleichwertiges System der Zulassung von Wertpapierfirmen kennt (Art. 47 Abs. 1 Unterabs. 1 MiFIR).

Art. 47 Abs. 1 Unterabs. 2 MiFIR präzisiert dies wie folgt:

- Der Drittstaat muss eine Zulassungspflicht für Finanzdienstleister sowie deren kontinuierliche und effektive Beaufsichtigung inklusive wirksamer Durchsetzungsmechanismen vorsehen.
- Dabei ist die Gewähr von Zuverlässigkeit und fachlicher Eignung der Geschäftsleiter zu prüfen; qualifiziert beteiligte Eigner des Finanzdienstleisters müssen zuverlässig sein.
- Das Aufsichtsrecht muss angemessene Organisationsanforderungen auf dem Gebiet der internen Kontrollfunktionen vorschreiben. Hierunter fallen auch Compliance sowie ein Risiko- und Interessenkonfliktmanagement.<sup>51</sup>
- Das Aufsichtsrecht muss über angemessene Wohlverhaltensregeln gegenüber Kunden verfügen und
- Marktmissbrauch durch Insidergeschäfte und Marktmanipulation verhindern.

Dabei bedeutet Äquivalenz nicht Deckungsgleichheit, sondern Vergleichbarkeit, was Spielraum für Interpretationen lässt.<sup>52</sup> Es müssen alle wesentlichen Elemente des Aufsichtsrechts (Kernprinzipien) übernommen werden<sup>53</sup>. Dies stellt die MiFIR klar, wenn

---

<sup>51</sup> WEBER ROLF H./SETHE ROLF, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 2014, 569, 574.

<sup>52</sup> LEHMANN MATTHIAS/ZETZSCHE DIRK, How Does It Feel to Be a Third Country? The Consequences of Brexit for Financial Market Law, in: OONAGH/LEIN (Hrsg.), Complexity's Embrace: The International Law Implications of Brexit, Montreal 2018, 113.

<sup>53</sup> Ebenso ZETZSCHE (FN 19), 128; WEBER/SETHE (FN 51), 575. Das Thema der Äquivalenz hat durch den Brexit seit 2017 einen deutlichen Aufmerksamkeitsschub erhalten, vgl. etwa EC, Directorate-General for Internal Policies of the Union, Implications of Brexit on EU Financial Services: Study for the ECON Committee, June 2017, 23 ff.; ALEXANDER (FN 21), 115 ff.; FERRAN EILIS, The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation, 3:1 J Fin Reg (2017), 40; LEHMANN MATTHIAS, Legal Fragmentation, Extraterritoriality and Uncertainty in Global Financial Regulation, 37:2 Oxford J Leg Stud (2017), 406, 430 ff.; LEHMANN MATTHIAS/ZETZSCHE DIRK, Drittstaaten im Finanzmarktrecht – Überlegungen zum Brexit, in: ZETZSCHE/LEHMANN (Hrsg.), Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, Tübingen 2018, § 3 N 1 ff.; LEHMANN MATTHIAS/ZETZSCHE DIRK, Das Vereinigte Königreich als Drittstaat?, AG 2017, 651 ff.; LEHMANN/ZETZSCHE (FN 52), 105 ff.; MOLONEY (FN 21); MOLONEY NIAMH, „Brexit: An Uncertain Future for the City?“, 17 German LJ (2016), 75; QUAGLIA LUCIA, The Politics of 'Third Country Equivalence' in Post-Crisis Financial Services Regulation in the European Union, 38 Western Eur Pol (2015), 167; WYMMERSCH EDDY, Brexit and the Equivalence of Regulation and Supervision, European Banking Institute Working Paper Series 2017 Nr. 15, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3072187](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3072187)>; ZETZSCHE (FN 19), 47 ff.; ZETZSCHE DIRK, Competitiveness of Financial Centers in Light of Financial and Tax Law Equivalence Requirements, in: BUCKLEY/AVGOULEAS/ARNER (Hrsg.), Reconceptualising Global Finance and its Regulation, Cambridge 2016, 390 ff.

sie verlangt, dass die Gleichwertigkeitsprüfung „ergebnisorientiert“<sup>54</sup> sein muss.<sup>55</sup> Die Entscheidung der EU-Kommission wird dabei vom Verhältnismässigkeitsprinzip und einem risikobasierten Ansatz geprägt. Je nachhaltiger die Auswirkungen sind, die von einem Drittstaat auf den EU-Binnenmarkt ausgehen können, desto genauer nimmt die EU die Prüfung vor.<sup>56</sup>

b) *Anerkennungsentscheidung der EU-Kommission*

Es ist erforderlich, dass die EU-Kommission einen Beschluss fasst, ob sie die Finanzmarktregulierung des Drittstaats als aufsichtsrechtlich äquivalent erachtet (Art. 46 Abs. 2 lit. a, Art. 47 Abs. 1 MiFIR). Dem Drittstaat steht kein Anspruch auf eine solche Entscheidung zu, geschweige denn auf ein Eintreten in die Sachprüfung.<sup>57</sup> Die EU-Kommission nimmt die Gleichwertigkeitsprüfung aus eigenem Entschluss vor und orientiert sich dabei an folgenden Kriterien<sup>58</sup>:

- Vorrangig sind Länder zu prüfen, die für Firmen und Kunden in der EU bedeutend sind.
- Zu berücksichtigen ist ausserdem das Interesse des Drittstaats an der Gleichwertigkeitsprüfung, das Vorhandensein von bereits in Kraft befindlichen Kooperationsabkommen sowie die Reziprozität, also die Frage, ob der Drittstaat über ein gleichwertiges System für die Zulassung von Wertpapierfirmen aus der EU verfügt.
- Mitgliedstaaten können der Kommission einen Anstoss zur Prüfung geben, ohne dass dieser aber eine Bindungswirkung für die Kommission entfaltet.

Solange die EU-Kommission keine Äquivalenzentscheidung getroffen hat, verbleibt das Regelungsrecht bei den EU-Mitgliedstaaten. Gleiches gilt für den Fall, dass die Kommission die Gleichwertigkeit ablehnt.<sup>59</sup> Dabei geht Art. 46 Abs. 4 Unterabs. 5 MiFIR davon aus, dass der Mitgliedstaat die Drittlandfirmen den inländischen Vorschriften für geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden unterwirft.

---

<sup>54</sup> Erwägungsgrund 41 Unterabs. 3 Satz 1 MiFIR. Zu den beiden Massstäben der „wörtlichen“ und der „ergebnisorientierten“ Äquivalenz auch EGGEN/SCHAEFER (FN 17), 373.

<sup>55</sup> Zu berücksichtigen ist zudem, dass weite Bereiche des Bank- und des Finanzmarktrechts inzwischen durch internationale Standards (Basel Committee, IOSCO, FSB etc.) faktisch harmonisiert worden sind und werden, so dass vielfach bereits deshalb Äquivalenz besteht, hierauf weisen ALEXANDER (FN 21), 140 f. und ZETZSCHE (FN 19), 127, hin.

<sup>56</sup> EC, Working Document (FN 23), 8; EC, Implications of Brexit (FN 53), 24.

<sup>57</sup> Vgl. oben den Text bei FN 22; ALEXANDER (FN 21), 140; LEHMANN/ZETZSCHE (FN 52), 114.

<sup>58</sup> Erwägungsgrund 41 Unterabs. 3 MiFIR.

<sup>59</sup> Erwägungsgrund 41 Unterabs. 3 Satz 1 MiFIR und Art. 46 Abs. 4 Unterabs. 5 MiFIR.

c) *Notwendigkeit eines Kooperationsabkommens*

Der Drittstaat muss mit der European Securities and Market Authority (ESMA)<sup>60</sup> eine Kooperationsvereinbarung abschliessen (Art. 46 Abs. 2 lit. c, Art. 47 Abs. 2 MiFIR),<sup>61</sup> die den Informationsaustausch zwischen ESMA und den Drittlandbehörden regelt einschliesslich des Zugangs zu allen Informationen über in Drittländern zugelassene Nicht-EU-Firmen, die von der ESMA angefordert werden. Falls die Drittlandaufsicht feststellt, dass ein von ihr beaufsichtigter Finanzdienstleister, der im von der ESMA geführten Verzeichnis registriert wurde, gegen seine Zulassungsbedingungen und anderes von ihm einzuhaltendes Recht verstösst, ist die ESMA unverzüglich zu benachrichtigen. Es muss ein Verfahren zur Koordinierung der Aufsichtstätigkeiten vereinbart werden, das auch Inspektionen vor Ort zulässt.

d) *Erlaubnis des Drittstaats zur grenzüberschreitenden Tätigkeit*

Die ESMA registriert Drittstaatenfirmen nur dann, wenn diese nach ihrem Heimatrecht überhaupt befugt sind, im EU-Binnenmarkt tätig zu werden. Zudem muss die Heimatlandaufsicht die Firma in Bezug auf deren grenzüberschreitendes Finanzdienstleistungsgeschäft effektiv beaufsichtigen (Art. 46 Abs. 2 lit. b MiFIR).

e) *Antrag und Rechtsfolgen einer Bewilligung*

Die Drittstaatenfirma beantragt für die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen die Aufnahme in das Register der ESMA (zu Einzelheiten Art. 46 MiFIR).<sup>62</sup> Wird die Drittlandfirma von der ESMA zu grenzüberschreitenden Dienstleistungen zugelassen, darf sie Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten mit oder ohne

---

<sup>60</sup> Gemäss Art. 3 Abs. 2 i.V.m. 216 Abs. 1 AEUV kann die EU in allen ihren Zuständigkeitsbereichen mit Drittländern Vereinbarungen schliessen (Parallelität von Innen- und Aussenkompetenzen). Bei der auf Art. 114 AEUV gestützten MiFIR wurde die Kompetenz zum Abschluss von Vereinbarungen mit Aufsichtsbehörden nach Art. 8 Abs. 1 lit. j ESMA-VO (Nr. 1095/2010/EU vom 24. November 2010, ABL L 331 vom 15. Dezember 2010, 84 ff.) i.V.m. Art. 47 Abs. 2 MiFIR an die ESMA delegiert. Die Übertragung von Kompetenzen auf die ESMA ist nach Ansicht des EuGH primärrechtlich zulässig, vgl. EuGH vom 22. Januar 2014, Rs. C-270/12 – „Leerverkaufs-VO“, N 77 ff. (kein Verstoss gegen Art. 290, 291 AEUV), N 97 ff. (kein Verstoss gegen Art. 114 AEUV).

<sup>61</sup> Zur Zulässigkeit solcher Abkommen aus Schweizer Sicht ARQUINT NINA, Internationalisierung der Finanzmarktaufsicht, GesKR 2014, 131, 136 ff.

<sup>62</sup> Der Wortlaut der deutschen Fassung von Art. 46 Abs. 1 MiFIR enthält einen Übersetzungsfehler, wenn sie verlangt, dass „diese Gegenparteien oder Kunden in dem Register von Drittlandfirmen verzeichnet sind, das von der ESMA gemäß Artikel 47 geführt wird“. Das in der englischen Fassung „where it is registered in the register of third-country firms kept by ESMA in accordance with Article 47“ enthaltene Wort „it“ wurde in der Übersetzung auf das falsche Substantiv bezogen. Dass die deutsche und nicht die englische Fassung falsch sein muss, zeigt Art. 46 Abs. 2 MiFIR, der in beiden Sprachfassungen von der Registrierung der Drittlandfirma spricht.

Nebendienstleistungen erbringen, ohne eine Zweigniederlassung in der EU errichten zu müssen (Art. 46 Abs. 1 MiFIR) und ohne die aufsichtsrechtlichen Vorgaben der MiFID II, MiFIR und CRD IV beachten zu müssen, da ja das Aufsichtsrecht des Drittstaats dem der EU gleichwertig sein muss.<sup>63</sup>

Verfügt die Drittlandfirma über eine in der EU nach Art. 39 Abs. 1 MiFID II zugelassene Zweigniederlassung, geniesst diese Zweigniederlassung für die Leistungen an geborene professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien die Vorteile des Europäischen Passes (Art. 47 Abs. 3 Unterabs. 1 MiFIR). Sie kann also ihre Leistungen an den genannten Kundenkreis sowohl vom Drittstaat aus grenzüberschreitend als auch vom Mitgliedstaat der Zweigniederlassung aus EU-weit erbringen. Dass der Europäische Pass in diesem Fall begrenzt ist auf Leistungen an geborene professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien, beruht auf der Erwägung, dass Kleinanleger in ihrem Staat jeweils einen Ansprechpartner haben sollen.

Die Drittlandfirma muss bei den von ihr betreuten geborenen professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien Transparenz herstellen:

- Vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen sind sie schriftlich und in hervorgehobener Form darüber zu informieren, dass die Firma ihre Leistungen nur an diese genannten beiden Kundengruppen erbringen darf. Der Sinn dieser Informationspflicht erscheint zweifelhaft, da die Drittlandfirma ohnehin nur diese beiden Kundengruppen bedienen darf und der Kunde aus der Information keinerlei Folgen ziehen kann.<sup>64</sup>
- Zudem muss die Drittlandfirma ihre EU-Kunden darauf hinweisen, dass sie keiner Aufsicht in der EU, sondern „nur“ in ihrem Heimatstaat (unter Mitteilung von deren Adresse) untersteht (Art. 46 Abs. 5 MiFIR). Auch hier ist der Informationsgehalt für den Kunden gering, weil er nicht die Qualität der Beaufsichtigung im Drittstaat beurteilen kann. Die Mitteilung der Adresse hat daher allein den Sinn, dem Kunden einen Ansprechpartner für allfällige Beschwerden zu geben.
- Schliesslich muss die Drittlandfirma den Kunden einen Gerichtsstand oder ein Schiedsgericht in der EU anbieten (Art. 46 Abs. 6 MiFIR).<sup>65</sup> Diese Massnahme ist aus Kundensicht sinnvoll, weil der EU-Kunde dann innerhalb der EU nach deren Rechtsregeln klagen kann, die weiter gehen können als die des Drittstaats. Der Gerichtsstand ist jedoch keineswegs zwingend, denn die Drittlandfirma muss nur

---

<sup>63</sup> Enger EGGEN/SCHAEFER (FN 17), 378, die meinen, nur die Beachtung der *Wohlverhaltensregeln* der MiFID II sei entbehrlich.

<sup>64</sup> LEHMANN/ZETZSCHE (FN 52), 116; LEHMANN/ZETZSCHE (FN 53), § 3 N 30.

<sup>65</sup> Damit ist noch nicht gesagt, dass automatisch auch das Zivilrecht des EU-Mitgliedstaats anwendbar ist, in dem der Kunde ansässig ist. Erwägungsgrund 26 und Art. 6 der Rom I-Verordnung sind nämlich nur auf Verträge mit Verbrauchern anzuwenden, vgl. SETHE ROLF, MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 2014, 478; a.A. EGGEN/SCHAEFER (FN 17), 378. Geborene professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien sind regelmässig keine Verbraucher.

ein Angebot machen. Beide Parteien können sich anschliessend jedoch auch auf einen anderen Gerichtsstand oder ein Schiedsgericht einigen. Die Vorschrift sagt nichts darüber aus, dass eine solche Vereinbarung unzulässig wäre,<sup>66</sup> und man darf gespannt sein, ob die Gerichte ihr eine solche Rechtsfolge zumessen.

f) *Erlöschen der Erlaubnis*

Widerruft die Kommission ihre Entscheidung über die Äquivalenz des Rechts im Drittland oder dessen Aufsicht, erlischt das Recht der Drittlandfirmen, aus diesem Staat grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen zu erbringen (Art. 47 Abs. 4 MiFIR).

Die ESMA kann auch einzelnen Drittlandfirmen die Erlaubnis entziehen, wenn sie fundierte Anhaltspunkte für eine Gefährdung von Anlegerinteressen oder der ordnungsgemässen Funktionsweise der Märkte hat (Art. 49 Abs. 1 MiFIR). Gleiches gilt, wenn sie entsprechende Anhaltspunkte für Verstösse gegen Bestimmungen des Drittlands hat, auf deren Grundlage die Kommission den in Art. 47 Abs. 1 MiFIR genannten Äquivalenzbeschluss gefasst hatte. Vor einem Widerruf muss die ESMA die Angelegenheit jedoch zunächst an die zuständige Drittlandbehörde verweisen. So soll dieser ermöglicht werden, angemessene Massnahmen zu ergreifen oder nachzuweisen, dass die betreffende Drittlandfirma den im Drittland einzuhaltenden Anforderungen doch nachkommt. Bleiben die Massnahmen oder der Nachweis aus, darf die ESMA die Erlaubnis widerrufen; sie unterrichtet die zuständige Drittlandbehörde jedoch mindestens 30 Tage vor dem Widerruf über ihre Absicht.

g) *Verbot der Diskriminierung*

Für die Drittstaaten besonders bedeutsam ist Art. 46 Abs. 3 MiFIR, wonach die EU-Mitgliedstaaten weder zusätzliche aufsichtsrechtliche Erfordernisse für die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen aufstellen noch die Drittlandfirmen bevorzugen dürfen. Dadurch ist eine Gleichbehandlung von Schweizer und EU-Unternehmen sichergestellt. Diese an sich positive Nachricht geht mit einem Wehrmutstropfen einher, da die EU verpflichtet wird, ihren aufsichtsrechtlichen Standard auch gegenüber allen anderen Drittstaaten möglichst einheitlich durchzusetzen. Daher ist der Spielraum, welcher der ESMA und der Kommission bei der Anerkennung des Aufsichtsrechts von Drittstaaten als gleichwertig zusteht, sehr begrenzt.<sup>67</sup> Die Schweiz kann also keine Sonderrolle herausverhandeln.

---

<sup>66</sup> Ausführlich LEHMANN/ZETZSCHE (FN 52), 116 f.

<sup>67</sup> Ausführlich dazu WEBER/SETHE (FN 51), 574 f.

#### 4. Dienstleistungen an Kleinanleger und gekorene professionelle Kunden

##### a) *Wahlmöglichkeit im Retailgeschäft*

Die aufsichtsrechtliche Regelung von Dienstleistungen, die von Drittlandfirmen gegenüber Kleinanlegern und gekorenen professionellen Kunden in der EU erbracht werden, wird nicht im Wege einer Verordnung vereinheitlicht, sondern ist in der MiFID II geregelt und bedarf daher der Umsetzung durch die Mitgliedstaaten.<sup>68</sup> Dabei gewährt Art. 39 Abs. 1 MiFID II ihnen eine Wahlmöglichkeit<sup>69</sup>:

- Ist ein Mitgliedstaat der Auffassung, dass es aus Gründen des Anlegerschutzes im Retailgeschäft erforderlich ist<sup>70</sup>, kann er den Drittlandfirmen vorschreiben, eine Zweigniederlassung in seinem Hoheitsgebiet zu errichten.<sup>71</sup> Hierfür sieht die MiFID II detaillierte Regelungen vor (dazu sogleich unter III. 4.b).
- Entscheidet sich ein Mitgliedstaat gegen eine Pflicht zur Errichtung einer Zweigniederlassung, legt er die Rahmenbedingungen fest, die Drittlandfirmen bei einer Leistungserbringung auf dem Kapitalmarkt des Mitgliedstaats zu befolgen haben. Dabei enthält die MiFID II keine inhaltlichen Vorgaben, so dass sich die Grenzen der Regelungsbefugnis allein aus dem GATS<sup>72</sup> bzw. aus allfälligen zwischenstaatlichen Verträgen ergeben. Allerdings wird der jeweilige Mitgliedstaat faktisch an MiFID II angelehnte Verhaltens- und Organisationspflichten verlangen, um Wettbewerbsverzerrungen auf seinem Kapitalmarkt zu verhindern.

---

<sup>68</sup> Erwägungsgrund 109 MiFID II.

<sup>69</sup> LOFF DETMAR, Die Nutzung des vereinfachten Marktzugangs für Schweizer Banken, GesKR 2014, 376, 386, zweifelt an dem Wahlrecht. Er meint, man könne – ohne diese aber genau zu zitieren – die Erwägungsgründe der MiFIR und der MiFID II so verstehen, dass bei einer Ansprache der Kleinanleger und geborenen professionellen Kunden immer eine Zweigniederlassung gegründet werden muss, wenn der Mitgliedstaat die Ansprache dieser Kundenkategorien überhaupt zulässt. LOFF scheint diese Ansicht zu vertreten, weil Erwägungsgrund 109 der MiFID II von einem im Hinblick auf ein angemessenes Anlegerschutzniveau „gemeinsamen Mindestregelungsrahmen auf Unionsebene hinsichtlich der für solche Zweigniederlassungen geltenden Anforderungen“ und vom „Grundsatz [...], dass Drittlandfirmen im Vergleich zu Firmen der Union *nicht bevorzugt* behandelt werden“ [Hervorhebungen durch den Verfasser] spricht. Die Bestimmung von Art. 39 Abs. 1 MiFID II ist jedoch klarerweise eine Kann-Vorschrift, welche den Mitgliedstaaten keine Pflicht auferlegt, sondern eine Wahlmöglichkeit gibt.

<sup>70</sup> Dieses Kriterium ergibt sich aus Erwägungsgrund 109 Satz 3 MiFID II.

<sup>71</sup> BARTHOLET (FN 31), 391, bezweifelt, dass der AEUV eine positiv-rechtliche Regelungskompetenz enthält, nach der die Errichtung einer Niederlassung als Grundvoraussetzung für einen Drittstaaten-Marktzugang einheitlich für die EU und unabhängig von nationalen Vorschriften vorgeschrieben werden darf.

<sup>72</sup> Ebenso ZETZSCHE (FN 19), 128; WEBER/SETHE (FN 51), 572 f.

*b) Errichtung einer Zweigniederlassung für das Retailgeschäft*

Entscheidet sich der Mitgliedstaat dafür, den Drittlandfirmen die Errichtung einer Zweigniederlassung vorzuschreiben, macht MiFID II detaillierte Vorgaben (Art. 39 ff. MiFID II). Diese betreffen teilweise die gesuchstellende Drittlandfirma, teilweise aber auch die Gesetzgebung und Aufsicht im entsprechenden Drittland.

*aa) Anforderungen an die Drittlandfirma*

Die Errichtung der Zweigstelle kommt nur in Betracht, wenn die Drittlandfirma folgende Voraussetzungen erfüllt:

- Die Drittlandfirma muss bei der zuständigen Behörde des Mitgliedstaats, in dem sie die Zweigniederlassung errichten will, einen Antrag auf Bewilligung stellen (Art. 39 Abs. 3 MiFID II, zu den Antragserfordernissen sogleich).
- Die Zweigniederlassung muss über ein ausreichendes Anfangskapital verfügen (Art. 39 Abs. 2 lit. c MiFID II).
- Sie muss einen oder mehrere Geschäftsleiter haben, die die Anforderungen des Fit & Proper-Tests erfüllen (Art. 88 und 91 CRD IV i.V.m. Art. 39 Abs. 2 lit. d, 9 Abs. 1 MiFID II), also gut beleumundet, persönlich zuverlässig und fachlich geeignet sind. Die Organisation der Geschäftsleitung muss bestimmte Anforderungen erfüllen.
- Die Drittlandfirma muss sich einem System zur Entschädigung der Anleger nach der Richtlinie 97/9/EG anschliessen (Art. 39 Abs. 2 lit. f MiFID II), also Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften für den Fall des Konkurses der Wertpapierfirma absichern. Diese Anforderung geht über den in der Schweiz bekannten Standard deutlich hinaus, denn die Schweiz kennt nur eine Einlagensicherung, aber keine Anlegerentschädigung.
- Die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats ist überzeugt, dass die Zweigniederlassung die wesentlichen Verhaltenspflichten von MiFID II sowie die in Einklang damit erlassenen Massnahmen einhält (Art. 41 Abs. 1 lit. b MiFID II).

*bb) Anforderungen an die Aufsicht im Drittland*

Auch die Aufsicht im Heimatstaat der Drittlandfirma muss bestimmte Anforderungen erfüllen:

- So muss die Drittlandfirma in ihrem Heimatstaat ordnungsgemäss bewilligt sein. Sie muss zudem für die Dienstleistungen, für die sie eine Zulassung im Mitgliedstaat beantragt, in ihrem Heimatland zugelassen und beaufsichtigt sein (Art. 39 Abs. 2 lit. a MiFID II). Diese Voraussetzung bereitet schweizerischen Banken und Effekthändlern keine Probleme, da sie einer Aufsicht in der Schweiz hinsicht-

lich der Gesamtheit ihrer Tätigkeiten am Finanzmarkt unterliegen. Demgegenüber fehlt derzeit eine prudentielle Aufsicht für unabhängige Vermögensverwalter und Anlageberater, so dass diese keine Zweigstelle in einem Mitgliedstaat der EU gründen dürfen (zur Reform siehe unten, IV.2.).

- Die Drittlandbehörde muss die FATF-Empfehlungen zur Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung<sup>73</sup> gebührend berücksichtigen (Art. 39 Abs. 2 lit. a MiFID II).
- Obwohl die Zweigstelle bereits als Teil der Drittlandfirma von deren Heimatstaat aus beaufsichtigt wird, ordnet Art. 41 Abs. 2 Unterabs. 1 a.E. MiFID II eine zusätzliche Überwachung durch die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats in Bezug auf die Einhaltung „bestimmter Verpflichtungen aus der Richtlinie“ (die sich aus Art. 41 Abs. 2 Unterabs. 1 MiFID II ergeben, dazu unter III. 4.b. ee) an.<sup>74</sup>
- Zwischen der Aufsicht des Drittstaats und der für die Zweigstelle zuständigen Aufsichtsbehörde im EU-Mitgliedstaat muss eine Kooperationsvereinbarung bestehen, in der u.a. der Informationsaustausch geregelt ist (Art. 39 Abs. 2 lit. b MiFID II).

*cc) Anforderungen an die Regulierung im Drittland*

Schliesslich verlangt die MiFID II, dass zwischen dem Drittstaat und dem betroffenen EU-Mitgliedstaat ein Doppelbesteuerungsabkommen besteht, das dem Standard von Art. 26 des OECD-Musterabkommens genügt, so dass ein wirksamer Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten gewährleistet ist (Art. 39 Abs. 2 lit. e MiFID II).

*dd) Antrag und Mitteilungspflichten*

Die geschilderten materiellen Anforderungen an eine Zulassung der Zweigstelle bedingen auch die Inhalte des Zulassungsantrags, den die Drittlandfirma dem Mitgliedstaat übermitteln muss (dazu im Detail Art. 40 MiFID II). Aus dem Sinn und Zweck dieser Norm ergibt sich ausserdem, dass diese Informationen zu aktualisieren sind, wenn sich Veränderungen ergeben.

---

<sup>73</sup> The FATF Recommendations vom Februar 2012, <[http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF\\_Recommendations.pdf](http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF_Recommendations.pdf)>.

<sup>74</sup> Erwägungsgrund 90 MiFID II begründet dies mit der grösseren Sachnähe der Aufsicht des Mitgliedstaats.

*ee) Entscheidung über den Antrag*

Die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats teilt der Drittlandfirma ihre Entscheidung binnen sechs Monaten nach Einreichung eines vollständigen Antrags auf Zulassung mit. Die Tätigkeit wird nur bewilligt, wenn die soeben genannten Voraussetzungen erfüllt sind und die Aufsicht überzeugt ist, dass die Zweigstelle die Pflichten der Art. 16-20, 23-25, 27, 28 Abs. 1 und 30-32 MiFID II sowie Art. 3-26 MiFIR einhalten wird (Art. 41 Abs. 1 MiFID II). Es überrascht, dass diese Pflichten nicht bei den Voraussetzungen der Zulassung, sondern im Zusammenhang mit der Zulassungsentscheidung genannt werden. Dies dürfte auf der Erwägung beruhen, dass die Einhaltung dieser Pflichten fortlaufend von der Aufsicht des Mitgliedstaats kontrolliert wird.

Die Mitgliedstaaten dürfen keine zusätzlichen Anforderungen an die Errichtung und den Betrieb einer Zweigniederlassung stellen (Art. 41 Abs. 2 Unterabs. 2 MiFID II). Die genannten Vorgaben der MiFID II stellen also eine Maximalharmonisierung dar. Zugleich wird auch der umgekehrte Vorgang untersagt, nämlich der Zweigniederlassung von Drittlandfirmen günstigere Bedingungen als den Unionsfirmen zu gewähren.

Der Zulassungsentscheid gilt nur für das Gebiet des jeweiligen Mitgliedstaats und die Zweigstelle geniesst nicht die Vorteile des Europäischen Passes bei der Betreuung von Retailkunden.<sup>75</sup>

*ff) Entzug der Zulassung*

Gemäss Art. 43 MiFID II kann die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats der Drittlandfirma die Zulassung für den Betrieb der Zweigstelle entziehen, wenn einer der dort genannten Entziehungsgründe vorliegt.

## **5. Weitere Anforderungen**

In den Durchführungsrechtsakten zu MiFIR und MiFID II finden sich weitere Regelungen in Bezug auf spezielle Konstellationen mit Drittlandfirmen. So enthält etwa Art. 32 der VO 2017/565<sup>76</sup> eine Regelung zum Outsourcing der Anlageentscheidungen eines Finanzportfolioverwalters in einen Drittstaat. Art. 64 Abs. 1 Unterabs. 2 der VO 2017/565 regelt die Frage der Best Execution über einen Ausführungsplatz in einem Drittstaat. Art. 2 Abs. 2 der VO 2017/586<sup>77</sup> macht Vorgaben zum Informationsaustausch der EU-Aufsichtsbehörden in Bezug auf Zweigstellen von Drittlandfirmen in

---

<sup>75</sup> Erwägungsgrund 109 MiFID II, Erwägungsgrund 41 Satz 2 MiFIR. Zum Europäischen Pass bei der Betreuung von geborenen professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien siehe den Text nach der FN 63.

<sup>76</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 vom 25. April 2016, ABl L 87 vom 31. März 2017, 1 ff.

<sup>77</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/586 vom 14. Juli 2016, ABl L 87 vom 31. März 2017, 382 ff.

der EU. Art. 2 Abs. 1 lit. e, Abs. 4 der RL 2017/593<sup>78</sup> regelt den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden bei Drittlandfirmen. Art. 3 dieser RL erlaubt unter bestimmten Bedingungen die Hinterlegung von Finanzinstrumenten der Kunden in Drittstaaten. Art. 4 Abs. 1 lit. c dieser RL regelt die Hinterlegung der Kundengelder.

## IV. Äquivalenz von FIDLEG und FINIG

### 1. Das Reformprojekt im Überblick

Das schweizerische Finanzmarktrecht verfügt bislang nicht über ein gesamthaftes sektorübergreifendes Aufsichtsrecht für Finanzintermediäre, sondern hat in verschiedenen Einzelgesetzen (Teil-)Aspekte geregelt: Verhaltenspflichten zwischen dem Dienstleister und seinen Kunden sind spärlich in der für Effektenhändler geltenden Vorschrift des Art. 11 BEHG erfasst, die Art. 11 der früheren EU-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>79</sup> nachempfunden ist. Im Investmentrecht sind Verhaltensregeln für den Vertrieb vorgesehen (Art. 20 ff. KAG), die allerdings ebenfalls zu knapp ausfallen, um einen ausreichenden Anlegerschutz zu gewährleisten. Zwar finden sich daneben auf der Stufe der Selbstregulierung zahlreiche Erlasse, die einzelne Finanzdienstleistungen vertieft regeln, wie die „Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes“ von 2008 oder die „Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge“ von 2017. Vorgaben für die Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung oder Anlageberatung durch zugelassene Intermediäre oder durch nicht zulassungspflichtige Finanzdienstleister vermisst man dagegen. Das geplante Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) soll nun diese Lücken schliessen, eine sektorübergreifende Regelung schaffen und einheitliche aufsichtsrechtliche Verhaltens- und Organisationspflichten aufstellen. Daneben kommt es zu einer Neuregelung des Prospektrechts und des Ombudswesens.<sup>80</sup>

Das zweite Gesetzgebungsprojekt, das Finanzinstitutsgesetz (FINIG), soll eine sektorübergreifende Regelung der Zulassung und Beaufsichtigung von Finanzintermediären schaffen und die verschiedenen, in Einzelgesetzen verstreuten Zulassungsregeln bündeln sowie vereinheitlichen, wobei man leider das BankG ausgeklammert hat.<sup>81</sup> Dabei sollen erstmals auch externe Vermögensverwalter aufsichtsrechtlich erfasst werden,

---

<sup>78</sup> Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 vom 7. April 2016, ABI L 87 vom 31. März 2017, 500 ff.

<sup>79</sup> Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen vom 10. Mai 1993 (93/22/EWG), ABI L 141 vom 11. Juni 1993, 27 ff.

<sup>80</sup> Diese werden aus Platzgründen nachfolgend nicht auf ihre Äquivalenz zu den entsprechend EU-Vorschriften geprüft.

<sup>81</sup> Diese Ausklammerung beruhte auf der Befürchtung, man könnte bei der Überführung des BankG in das FINIG unbeabsichtigt eine Änderung der als nicht reformbedürftig angesehenen Regulierung für Banken auslösen.

die bislang weder über eine Registrierung noch über eine Zulassung durch die FINMA verfügen mussten und einzig dem GwG unterlagen. Auch findet sich eine Regelung zur Anlageberatung, da künftig sog. „Kundenberater“ aufsichtsrechtlich erfasst sind. Sie bedürfen zwar keiner Bewilligung nach dem FINIG, müssen sich aber registrieren lassen und unterfallen den Verhaltens- und Organisationspflichten des FIDLEG.

Beide Gesetzgebungsvorhaben dienen dem Ziel, das schweizerische Finanzmarktrecht äquivalent zu dem von MiFIR und MiFID II auszugestalten, um den hiesigen Finanzdienstleistern den Zugang zum Europäischen Binnenmarkt zu verschaffen bzw. zu erhalten. Für die Schweiz ist die Neuregelung aus zahlreichen Gründen zentral.<sup>82</sup> Der international bedeutende Finanzplatz Schweiz passt sich aufgrund der globalen Verflechtung an internationale Standards an. Die rechtlichen Rahmenbedingungen sind ein entscheidender Faktor zum Erhalt der eigenen Wettbewerbsfähigkeit. Grosse Institute haben daher bereits heute freiwillig die Verhaltenspflichten der EU übernommen. Kleinere Institute und selbstständige Finanzintermediäre haben dies aus Kostengründen bislang gescheut. So war es auch wenig überraschend, dass zu Beginn des nun laufenden Reformprozesses der Widerstand gegen die beiden Vorhaben gross war. Während sich grenzüberschreitend tätige Institute im Grundsatz für eine Erweiterung des Aufsichtsrechts aussprachen,<sup>83</sup> sahen die rein inländisch tätigen Institute die Reform als Überregulierung an.<sup>84</sup> Dem hielt die FINMA in ihrem 2010 veröffentlichten Bericht zu den Fällen Lehman und Madoff<sup>85</sup> zahlreiche Schwächen beim Vertrieb von Finanzinstrumenten entgegen, die den Gesetzgeber bewogen haben, im Aufsichtsrecht Wohlverhaltensregeln nicht nur für das grenzüberschreitende, sondern auch für das inländische Geschäft vorzuschreiben. Der Kritik, es handele sich um eine Überregulierung, kann man m.E. zu Recht entgegen, dass sich bereits heute umfassende anlegerschützende Pflichten im Auftragsrecht finden und die Branche aufgrund der Selbstregulierung zahlreiche Wohlverhaltensregeln kennt.<sup>86</sup> Daher sind wesentliche Pflichten, die im geplanten Finanzdienstleistungsgesetz geregelt werden, inhaltlich nicht neu. Vielmehr werden sie nun auch aufsichtsrechtlich geregelt (gleichsam „gedoppelt“), damit

---

<sup>82</sup> Ausführlich dazu SETHE (FN 65), 477 ff.

<sup>83</sup> Vgl. zur Diskussion NZZ vom 17. Januar 2014, 31 („Privatbanken wollen Abkommen mit Brüssel“); NZZ vom 2. Mai 2014, 25 („Der Bundesrat soll auf Marktzutritt drängen – Dringlicher Appell der Expertengruppe Brunetti zur Finanzplatzstrategie“); NZZ vom 3. Juni 2014, 25 („Sorgen um Schweizer Marktzugang in Europa“); NZZ vom 7. August 2014, 27 („Am fehlenden EU-Markt-Zugang ist die Branche selbst schuld“); NZZ vom 17. September 2014, 71 („Ein verletzliches Geschäft“).

<sup>84</sup> NZZ vom 4. April 2014, 27 („Eine Bedrohung für inlanderorientierte Banken“).

<sup>85</sup> FINMA, Madoff-Betrug und Vertrieb von Lehman-Produkten: Auswirkungen auf das Anlageberatungs- und Vermögensverwaltungsgeschäft, Bericht vom 2. März 2010.

<sup>86</sup> Genannt sei nur SwissBanking, Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes vom 22. Oktober 2008 sowie VSV, Schweizerische Standesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung vom 22. November 2013, beide für allgemeinverbindlich erklärt durch FINMA-Rundschreiben 2008/10 „Selbstregulierung als Mindeststandard“.

sie von der Aufsichtsbehörde durchgesetzt werden können.<sup>87</sup> Andere – zuvor in der Selbstregulierung bereits vorhandene aufsichtsrechtliche – Regelungen werden auf die Gesetzesstufe angehoben. Mit diesem Vorgehen möchte die Schweiz ihr Finanzmarktrecht auf den international üblichen Regulierungsstandard bringen.<sup>88</sup>

Am 27. Juni 2014 schickte der Bundesrat den Vorentwurf für beide Gesetze in die Vernehmlassung.<sup>89</sup> Die eingegangenen Stellungnahmen<sup>90</sup> flossen in die am 4. November 2015 publizierte bundesrätliche Botschaft und die beiden Gesetzentwürfe ein.<sup>91</sup> Mittlerweile wurde das Vorhaben in beiden Räten behandelt (Beschluss des Ständerats vom 14. Dezember 2016 und des Nationalrats vom 13. September 2017) und befindet sich nun in der Phase der Differenzbereinigung (Beschluss des Ständerats vom 7. März 2018 und Beschluss der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats vom 24. April 2018). Voraussichtlich werden beide Gesetze in der Sommersession 2018 verabschiedet. Die Vernehmlassung zu den Verordnungen wird für den Herbst 2018 erwartet, so dass das Reformpaket voraussichtlich zum 1. Januar 2020 in Kraft treten kann.

Im Zuge der parlamentarischen Beratungen haben beide Vorlagen erhebliche Änderungen gegenüber den Entwürfen erfahren. Für die folgende Prüfung der Frage, ob das Reformpaket äquivalent zu den Regelungen von MiFIR/MiFID II ist, werden daher die Fahnen in der letzten vorliegenden Fassung (1. Mai 2018) zugrunde gelegt. Dabei konzentrieren sich die nachfolgenden Ausführungen aus Platzgründen auf zentrale Aspekte der Regelung.

## 2. Künftige Aufsicht über Vermögensverwalter und Trustees

Vermögensverwalter und Trustees sollen künftig einer Zulassungspflicht und laufenden Aufsicht unterstehen (Art. 2 Abs. 1 lit. a und b, 16 ff. E-FINIG). Damit beendet die Schweiz die aufsichtsrechtliche Ungleichbehandlung von Vermögensverwaltungen, die von Banken und Effektenhändlern erbracht werden und bereits heute einer Aufsicht unterliegen, und solchen, die von unabhängigen, bislang unbeaufsichtigten Vermögensverwaltern offeriert werden. Für eine Erfassung der unabhängigen Vermö-

---

<sup>87</sup> Kritisch hierzu etwa TRAUTMANN MATTHIAS/VON DER CRONE HANS CASPAR, Die Know-Your-Customer-Rule im Vermögensverwaltungsauftrag, in: SETHE et al. (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Zürich 2013, 162.

<sup>88</sup> Dies zeigt sich mehrfach in der Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015, 8901, 8913, 8918, 8924, 8929, 8937, 8941, 8996 f.

<sup>89</sup> <<https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/ind2014.html#EFD>>.

<sup>90</sup> Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 13. März 2015, <<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/38717.pdf>>.

<sup>91</sup> Botschaft (FN 88); Entwurf FIDLEG, BBl 2015, 9039 ff.; Entwurf FINIG BBl 2015, 9139 ff.

gensverwalter spricht sicherlich auch der Aspekt des Anlegerschutzes, da sich in der Branche auch Personen tummeln, die zuvor als Bankmitarbeiter wegen Fehlverhaltens oder mangelnder Qualifikation entlassen wurden. Mit der Neuregelung orientiert sich die Schweiz zugleich auch an internationalen Standards, was zu begrüssen ist.

Der Bundesrat beabsichtigte, die Zulassung von und die laufende Aufsicht über unabhängige Vermögensverwalter und Trustees einer oder mehreren *behördlichen* Aufsichtsorganisationen zu übertragen (Art. 43a, 43b E-FINMAG, 57 Abs. 1 E-FINIG), die ihrerseits von der FINMA zugelassen und beaufsichtigt werden sollten (Art. 43c-43f E-FINMAG). Die Aufsichtsorganisation soll sich zur Kontrolle der Einhaltung der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen einer Prüfgesellschaft bedienen. Um die durch die Aufsicht ausgelöste Kostenlast für kleinere Vermögensverwalter und Trustees zu reduzieren, soll die Aufsichtsorganisation die Prüfperiodizität unter Berücksichtigung der Tätigkeit der Beaufsichtigten und der damit verbundenen Risiken auf maximal vier Jahre erhöhen können. In den Zwischenjahren erstatten die Beaufsichtigten lediglich einen Bericht über die Konformität ihrer Geschäftstätigkeit mit den Gesetzesvorschriften (Art. 58 E-FINIG).

Gegen diese Lösung regte sich Widerstand,<sup>92</sup> weil die bereits vorhandenen Selbstregulierungsorganisationen durch eine Übertragung der Aufsicht auf behördliche Organisationen um ihre Existenz fürchteten. Aus diesem Grund favorisieren beide Räte nun eine Lösung, bei der eine oder mehrere *private*, von der FINMA beaufsichtigte Aufsichtsorganisationen bestehen können. Zudem sind diese nur für die *laufende* Aufsicht zuständig (Art. 57 Abs. 1<sup>bis</sup> E-FINIG, Art. 43b E-FINMAG),<sup>93</sup> während die *erstmalige Zulassung* der unabhängigen Vermögensverwalter und Trustees durch die FINMA erfolgt, ebenso wie ein Entzug der Zulassung (Art. 57 Abs. 1 E-FINIG). Bestehen Anzeichen für Missstände und sorgt die Aufsichtsorganisation nicht für die Wiederherstellung des rechtmässigen Zustands, kann die FINMA eine Prüfung beim Beaufsichtigten durchführen, einen Prüfbeauftragten einsetzen oder die Aufsichtsinstrumente nach den Art. 29-37 FINMAG ergreifen (Art. 43f Abs. 4 E-FINMAG).

Man kann mit guten Gründen daran zweifeln, ob die mehrstufige Aufsicht über die Vermögensverwalter wirklich eine bessere Lösung als eine direkte und vollständige Aufsicht durch die FINMA ist.<sup>94</sup> Ihr grosser Vorteil ist die Branchennähe. Sie verursacht aber Kosten für zwei Organisationen der Aufsicht und macht eine Verzahnung der Aufsichtsorganisationen mit der FINMA nötig. Unter dem Gesichtspunkt der Äquivalenz, die im vorliegenden Beitrag im Mittelpunkt steht, ist einzig die Frage wichtig, ob die Beaufsichtigung ausreichend effektiv ist (vgl. oben, III.3.a). Da MiFIR

<sup>92</sup> Vgl. Ständerat SCHMID, AB 2016 S 1154 und 1186. Zu den Beratungen im Nationalrat vgl. AB 2017 N 1295, 1346, 1349 f.

<sup>93</sup> Zugleich dürfen die Aufsichtsorganisationen die Aufgaben einer Selbstregulierungsorganisation nach dem GwG übernehmen (Art. 43a Abs. 3, 4 E-FINMAG).

<sup>94</sup> Vgl. die Stellungnahme von Nationalrätin Birrer-Heimo, AB 2017 N 1346.

und MiFID II keine zwingende staatliche Zuständigkeit oder eine bestimmte Gliederung der Aufsicht vorschreiben, ist eine Beaufsichtigung im Wege der Selbstregulierung zulässig, solange sie ein ausreichendes Enforcement ermöglicht. Betrachtet man die geplante schweizerische Lösung, erweist sich jeglicher Verdacht, nur weil die Aufsicht nicht direkt durch eine staatliche Behörde durchgeführt wird, sei sie unwirksam, als unbegründet. Sobald Missstände nicht von der Aufsichtsorganisation behoben werden, steht der FINMA die volle Bandbreite staatlicher Aufsichtsinstrumente zur Verfügung. Daher dürfte die von den Räten favorisierte Lösung unter dem Gesichtspunkt der Äquivalenz unproblematisch sein.<sup>95</sup>

### 3. Künftige aufsichtsrechtliche Erfassung der selbstständigen Anlageberater

Selbstständige Anlageberater werden weiterhin nicht umfassend prudentiell beaufsichtigt. Sie bedürfen keiner Zulassung, wohl aber einer Registrierung. Dazu müssen sie ausreichende fachliche Kenntnisse, eine Haftpflichtversicherung und den Anschluss an eine Ombudsstelle nachweisen (Art. 30 Abs. 1, 31 Abs. 1 E-FIDLEG).<sup>96</sup> Sie dürfen nicht registriert werden und tätig sein, wenn gegen sie bestimmte aufsichtsrechtliche Massnahmen ergriffen oder strafrechtliche Verurteilungen verhängt wurden (Art. 31 Abs. 2 E-FIDLEG). Da eine laufende Beaufsichtigung fehlt, sieht das FIDLEG eine Strafbestimmung vor für den Fall, dass bei der Erfüllung der Informationspflichten (Art. 9 E-FIDLEG) falsche Angaben gemacht oder wesentliche Tatsachen verschwiegen werden, die Pflichten zur Angemessenheits- und Eignungsprüfung (Art. 11 ff. E-FIDLEG) in schwerwiegender Weise verletzt werden oder gegen die Bestimmungen über die Herausgabe von Entschädigungen Dritter (Art. 28 E-FIDLEG) verstossen wird (Art. 92 E-FIDLEG).

Vergleicht man diese Regelung mit den Voraussetzungen der Aufnahme der Tätigkeit von Anlageberatern in der EU, besteht der Hauptunterschied in der fehlenden Zulassungspflicht und der fehlenden staatlichen Aufsicht. Diese wird jedoch kompensiert, indem der Gesetzgeber die selbstständigen Anlageberater strafrechtlichen Sanktionen unterwirft, wenn sie kundenschützende Vorschriften vorsätzlich verletzen. Da MiFIR und MiFID II nicht vorschreiben, wann eine Aufsicht effektiv ist und strafrechtliche Sanktionen im Vergleich zum Aufsichtsrecht sogar einschneidender sind, wird man die Äquivalenz schwerlich verneinen können. Ob es sinnvoll ist, anstelle des Aufsichtsrechts gleich das scharfe Schwert des Strafrechts zu nutzen, das eigentlich *ultima ratio* sein sollte, muss jedoch bezweifelt werden.

---

<sup>95</sup> Ebenso SETHE ROLF, Das Fidleg: Eine Vorlage mit Verbesserungspotenzial, Die Volkswirtschaft 6/2018, 46.

<sup>96</sup> Für bei einem Finanzdienstleister angestellte Anlageberater sieht Art. 31 Abs. 3 E-FIDLEG vor, dass die Voraussetzungen durch den Arbeitgeber zu erfüllen sind.

#### 4. Kundensegmentierung

Der Kreis der geborenen professionellen Kunden (Art. 4 Abs. 3 E-FIDLEG) unterscheidet sich nur marginal von der Regelung in der EU (Ziff. I des Anhangs II zur MiFID II).

Ein deutlicher Unterschied besteht allerdings im Hinblick auf die Regelung zur Höherstufung eines Kleinanlegers zum professionellen Kunden. Art. 5 Abs. 1 E-FIDLEG erlaubt die Einstufung als professionellen Kunden allein aufgrund der Grösse von dessen Vermögen. Geld allein ersetzt jedoch keine Erfahrung mit Wertpapiergeschäften.<sup>97</sup> Voraussichtlich wird diese Lösung, die bereits in Art. 6 KKV für die Kollektivanlagen verankert ist, dadurch entschärft, dass der Finanzintermediär die Anleger über ihren Status als qualifizierte Anleger informieren, sie über die damit einhergehenden Risiken aufklären und sie auf die Möglichkeit hinweisen muss, schriftlich erklären zu können, nicht als qualifizierte Anleger gelten zu wollen (Art. 6a Abs. 2 lit. c KKV). Somit kann der Anleger auf wohlinformierter Grundlage eine Entscheidung treffen, während ihm MiFID II diese Autonomie versagt. Auch wenn also die schweizerische Regelung von derjenigen in der MiFID II abweicht, ist die Abweichung gering und verschlechtert nicht den Anlegerschutz, so dass man an ihr die Äquivalenzprüfung nicht scheitern lassen wird.<sup>98</sup>

#### 5. Streichung der Interessenwahrungs- und Sorgfaltspflicht im E-FIDLEG

Art. 24 Abs. 1 MiFID II schreibt als eine der Kardinalverhaltenspflichten vor, dass eine Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder gegebenenfalls Nebendienstleistungen für ihre Kunden ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse ihrer Kunden handelt. Um diese zentrale Vorgabe umzusetzen, sah der bundesrätliche Entwurf in Art. 8 Abs. 2 E-FIDLEG die Sorgfalts- und die Treuepflicht vor.

Betrachtet man nun die Fahnen, haben der Ständerat und der Nationalrat diese Bestimmung aus dem Gesetzespaket gestrichen; einen Antrag einer Minderheit im Nationalrat, diese beiden Pflichten wieder in die Vorlage aufzunehmen, wurde mit Mehrheit abgelehnt. Begründet wurde dies damit, es handele sich um eine „Selbstverständlichkeit“.<sup>99</sup>

Diese Begründung ist leider nicht überzeugend, denn auch zahlreiche andere Pflichten im FIDLEG sind eine Selbstverständlichkeit, da sie das Zivilrecht bereits seit langem

---

<sup>97</sup> Bedenken daher bei SETHE (FN 65), 484; SETHE ROLF, Einige kritische Anmerkungen zum geplanten Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz, in: FS Köndgen, Köln 2016, 609.

<sup>98</sup> Skeptisch hingegen ALEXANDER (FN 21), 145 f.

<sup>99</sup> Nationalrat Leo Müller, AB 2017 N 1307; Bundesrat Ueli Maurer, AB 2017 N 1309.

kennt. Wollte man dieser Begründung folgen, hätte man sich weite Teile des Vorhabens sparen können. Entscheidend ist, dass die Tätigkeit der FINMA – wie alle Verwaltungstätigkeiten – dem Legalitätsprinzip unterliegt, das einen Rechtssatz in generell-abstrakter Form erfordert (vgl. Art. 5 Abs. 1, 36 Abs. 1 BV).<sup>100</sup> Ob eine dem Bestimmtheitsgebot genügende Eingriffsermächtigung trotz der Streichung von Art. 8 Abs. 2 E-FIDLEG noch vorliegt, muss daher geprüft werden.

Zunächst lässt sich feststellen, dass als Grundlage für ein Eingreifen der FINMA bei Verletzungen der Treue- und Sorgfaltspflicht die übrigen Bestimmungen des FIDLEG nicht ausreichend sind:

- Art. 20 E-FIDLEG regelt lediglich die Pflicht zur Best Execution bei der Auftragsausführung. Art. 27 E-FIDLEG gibt vor, welche organisatorischen Vorkehrungen zur Verhinderung von Interessenkonflikten zu ergreifen sind. Die Treuepflicht jedoch reicht insgesamt sehr viel weiter als die Art. 20, 27 E-FIDLEG und enthält eine pflichtenbegründende Funktion sowie eine Schrankenfunktion,<sup>101</sup> was nun im E-FIDLEG nicht mehr zum Ausdruck kommt. Die Art. 20, 27 E-FIDLEG erfassen beispielsweise nicht den Fall, dass ein Vermögensverwalter systematisch Kundengelder unzureichend überwacht und daher die Kundeninteressen verletzt.
- Die entstandene Lücke wird auch nicht durch Art. 90 E-FIDLEG geschlossen. Dieser enthält nur eine Kompetenzzuweisung, wer für die Durchsetzung der im FIDLEG geregelten Pflichten zuständig ist, nicht aber selbst eine Eingriffsnorm. Auch lässt sich nicht ersatzweise auf die polizeiliche Generalklausel zurückgreifen, denn diese kommt nur in Fällen besonderer Dringlichkeit in Betracht.<sup>102</sup>

Es ist zu prüfen, ob die weiteren aufsichtsrechtlichen Instrumente, die der FINMA zur Verfügung stehen (Art. 29 ff. FINMAG), auch die Verletzung von *allgemeinen berufsbezogenen Pflichten*, wie der Treue- und Sorgfaltspflicht, erfassen, selbst wenn diese Pflichten nicht explizit im FIDLEG geregelt sind. Die Art. 30 bis 35 und 37 FINMAG setzen jeweils die Verletzung „aufsichtsrechtlicher Bestimmungen“ voraus. Hierunter sind zum einen Gesetze und Verordnungen zu verstehen, die die Pflichten der Beaufsichtigten festlegen, aber auch die von der FINMA als Mindeststandard

---

<sup>100</sup> HÄFELIN ULRICH/MÜLLER GEORG/UHLMANN FELIX, Allgemeines Verwaltungsrecht, 7. Aufl., Zürich/St. Gallen 2016, N 338 ff.

<sup>101</sup> SETHE ROLF, Treuepflichten der Banken bei der Vermögensanlage, AcP 2012, 110.

<sup>102</sup> BGE 137 II 431, 444 f. Zudem verneinte das BGer die Anwendung der polizeilichen Generalklausel in Fällen einer typischen und erkennbaren Gefährdungslage, die der Gesetzgeber trotz Kenntnis der Problematik unregelt liess, vgl. BGE 136 I 87, 91; 130 I 369, 381; 126 I 112, 118; HÄFELIN ULRICH/MÜLLER GEORG/UHLMANN FELIX, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. Aufl. 2010, N 2470. Diese Rechtsprechung hätte auf die vorliegende Konstellation gepasst. Das BGer hat sie inzwischen zu Recht aufgegeben, da sonst der Staat bei Untätigkeit des Parlaments auf den Schutz fundamentaler Rechtsgüter verzichten müsste, vgl. jetzt BGE 137 II 431, 445; HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 100), N 2584.

anerkannten Selbstregulierungserlasse,<sup>103</sup> die eine Konkretisierung gesetzlicher Bestimmungen oder der Generalklausel einer Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit (Art. 10 E-FINIG) darstellen.<sup>104</sup> Zudem ist anerkannt, dass auch der Grundsatz von Treu und Glauben sowie allgemeine berufsspezifische Grundsätze von den Vorschriften erfasst werden.<sup>105</sup> Die Treue- und die Sorgfaltspflicht gehören zu den charakteristischen Elementen der Anlageberatung und Vermögensverwaltung und – in verändertem Umfang – auch des Execution-Only-Geschäfts. Sie sind im Zivilrecht verankert und zudem im Rahmen der Selbstregulierung bei der Vermögensverwaltung<sup>106</sup> und dem Execution-Only-Geschäft.<sup>107</sup> Daher wird eine Verletzung der Treue- und Sorgfaltspflicht als eine Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen i.S.v. Art. 30 bis 35 und 37 FINMAG einzuordnen sein.<sup>108</sup> Handwerklich gelungen ist die Vorgehensweise des Gesetzgebers allerdings nicht, denn aufsichtsrechtliche Kardinalpflichten als Eingriffsermächtigungen sollten auf Gesetzesstufe verankert werden. Man darf gespannt sein, ob der EU bei der Prüfung der Äquivalenz eine Regelung auf Ebene der Selbstregulierung genügt.<sup>109</sup>

## 6. Eignungs- und Angemessenheitstest

### a) *Transaktionsbezogene Anlageberatung*

Eine grosse Abweichung zwischen MiFID II und FIDLEG zeigt sich beim Eignungstest. Art. 25 Abs. 2 MiFID II sieht diesen Test bei der Vermögensverwaltung und bei jeder Form der Anlageberatung vor. Demgegenüber differenziert das E-FIDLEG wie folgt: Der Eignungstest ist bei der individuellen Vermögensverwaltung und bei der portfoliobezogenen Anlageberatung vorgeschrieben (Art. 13 E-FIDLEG), während bei der transaktionsbezogenen Anlageberatung nur ein Angemessenheits- und kein Eignungstest geschuldet ist (Art. 12 E-FIDLEG).

<sup>103</sup> Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz; FINMAG) vom 1. Februar 2006, BBl 2006, 2880; ROTH PELLANDA KATJA, in: WATTER/VOGT (Hrsg.), BSK BEHG/FINMAG, 2. Aufl., Basel 2011, Art. 30 FINMAG N 9 f., Art. 31 FINMAG N 5; HSU PETER CH./BAHAR RASHID/RENNINGER SILVIA, aaO., Art. 32 FINMAG N 20. Dass Selbstregulierungserlasse ohne die Anerkennung als Mindeststandard nicht ausreichen können, ergibt sich aus der Überlegung, dass eine rein private Rechtssetzung keine Ermächtigungsgrundlage darstellen kann, vgl. HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 100), N 121.

<sup>104</sup> BSK- HSU/BAHAR/RENNINGER (FN 103), Art. 32 FINMAG N 20.

<sup>105</sup> BSK-ROTH PELLANDA (FN 103), Art. 30 FINMAG N 9.

<sup>106</sup> Vgl. etwa SwissBanking, Richtlinien für Vermögensverwaltungsufträge 2017, Ziff. 8; VSV, Schweizerische Landesregeln für die Ausübung der unabhängigen Vermögensverwaltung, Art. 3.

<sup>107</sup> Vgl. etwa SwissBanking, Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts 2008, Abschnitt C und D.

<sup>108</sup> So im Ergebnis wohl auch BAUMANN DANIEL, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht, Zürich 2018, N 451.

<sup>109</sup> Skeptischer noch SETHE (FN 95), 46 (Verneinung der Gleichwertigkeit).

Diese Differenzierung überzeugt nicht, denn jede Einzeltransaktion hat Auswirkungen auf die Risiken eines vorhandenen Gesamtportfolios. Deshalb stellt sich die Frage, ob eine rein transaktionsbezogene Beratung überhaupt sinnvoll sein kann. Dies mag folgendes Beispiel zeigen: Ein Schweizer Anleger hat sein Portfolio in Euro angelegt und sichert es mit einem Derivat gegen Währungsschwankungen zum Schweizer Franken ab. Will er nun das Derivat am Ende von dessen Laufzeit durch ein neues ersetzen und lässt sich deshalb beraten, steht nur eine einzige Transaktion an und daher ist der Anlageberater nach Art. 12 E-FIDLEG nur verpflichtet, sich nach den Kenntnissen und Erfahrungen dieses Kunden zu erkundigen und vor der Empfehlung eines Derivats zu prüfen, ob dieses für den Kunden angemessen ist.<sup>110</sup> Er muss weder die Anlageziele (Absicherung) noch die finanziellen Verhältnisse des Kunden erfragen. Wenn er deshalb keine Kenntnis von der Absicherungsfunktion des Derivats hat, kann er durch seine Empfehlung im schlimmsten Fall das gesamte Portfolio gefährden.

Zudem belastet man mit der Unterscheidung zwischen einer portfoliobezogenen und einer transaktionsbezogenen Anlageberatung die Branche: Es ist im Einzelfall schwierig zu beweisen, wann welche Form der Anlageberatung vorlag. Es wäre besser gewesen, für die Anlageberatung generell den Eignungstest vorzuschreiben. Bei der Einführung der Unterscheidung hatte man offenbar die Sorge, manbürde der Branche mit dem Eignungstest ein Haftungsrisiko auf, falls ein Kunde seine Vermögensverhältnisse nicht in Gänze aufdecke. Der Finanzdienstleister wird jedoch bereits ausreichend geschützt, indem er keinen Eignungstest schuldet, wenn sich ein Kunde weigert, ausreichende Angaben zu seinem Gesamtportfolio zu machen (Art. 16 Abs. 1 E-FIDLEG). Im Ergebnis ist die Regelung daher unter den Gesichtspunkten des Anlegerschutzes und der Äquivalenz bedenklich.<sup>111</sup> Es ist zu hoffen, dass auf Verordnungsstufe eine klare Abgrenzung zwischen der portfoliobezogenen und der transaktionsbezogenen Anlageberatung erfolgt, um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden. Um Anlegern bei der Wahl der Form der Anlageberatung die Tragweite ihrer Entscheidung zu verdeutlichen, wäre es zu begrüßen, wenn die Finanzdienstleister ihre Kunden über die Unterschiede zwischen den beiden Formen der Anlageberatung aufklären oder zumindest warnen müssten, dass bei der transaktionsbezogenen Anlageberatung nicht das restliche Kundenvermögen in die Beratung einbezogen wird.

b) *Kein Angemessenheitstest für Execution-Only-Geschäfte*

Eine weitere Abweichung zur MiFID II findet sich auch beim Execution-Only-Geschäft, bei dem es keinen Angemessenheitstest gibt (Art. 14 E-FIDLEG). Die Finanzdienstleister müssen allerdings ihre Kunden auf diesen Umstand hinweisen (Art. 14 Abs. 2 E-FIDLEG).

---

<sup>110</sup> Botschaft (FN 88), 8920.

<sup>111</sup> Ebenso bereits SETHE (FN 97), 613.

Demgegenüber sieht Art. 25 Abs. 3 MiFID II einen solchen Test bei Execution-Only-Geschäften vor. Auf ihn kann verzichtet werden, wenn der Kunde über den fehlenden Angemessenheitstest informiert wird, die Transaktion auf Veranlassung des Kunden erfolgt und sie sich auf nichtkomplexe Finanzinstrumente bezieht (Art. 25 Abs. 3 und 4 MiFID II).

Wenn man die Regelungen gesamthaft betrachtet, besteht die Abweichung zwischen E-FIDLEG und MiFID II allein darin, dass das schweizerische Recht auch bei komplexen Finanzinstrumenten auf den Angemessenheitstest verzichtet.<sup>112</sup> Diese Abweichung beruht auf der Erwägung, dass ein mündiger Anleger selbst einschätzen muss, ob er solche Finanzinstrumente beherrscht. Ob diese Abweichung allein als so gravierend anzusehen ist, als dass deshalb die Äquivalenz verneint würde, muss bezweifelt werden.

## **7. Unzureichende Kundenangaben**

Wenn ein Kunde nicht die für einen Angemessenheits- oder Eignungstest notwendigen Informationen zur Verfügung stellt, muss ihn der Finanzdienstleister warnen (Art. 16 Abs. 1 E-FIDLEG). Nicht vorgesehen ist dagegen ein Verbot der Erbringung von Dienstleistungen, wie es Art. 54 Abs. 8 der VO 2017/565<sup>113</sup> vorsieht. Dieser bestimmt, dass eine Wertpapierfirma, die bei der Erbringung von Anlageberatungen oder Portfolioverwaltungen die erforderlichen Informationen nicht erlangt, dem Kunden bzw. potenziellen Kunden keine Wertpapierdienstleistungen oder Finanzinstrumente empfehlen darf. Da die Empfehlung bei der Anlageberatung die Hauptleistung darstellt, darf sie also keine Anlageberatung erbringen. Bei der Portfolioverwaltung darf sie dem Kunden nicht bei der Festlegung der Anlagerichtlinien helfen.

Die vorgesehene Lösung des schweizerischen Rechts ist demgegenüber weniger paternalistisch und trägt dem Grundsatz Rechnung, dass der Kunde ein mündiger Anleger ist, denn sie lässt eine Warnung genügen. Ein Verbot der Dienstleistung selbst würde demgegenüber den Kunden vor sich selbst schützen und ist daher unverhältnismässig. Art. 16 Abs. 1 E-FIDLEG weicht vom Recht der EU nicht so stark ab, als dass man deswegen die Äquivalenz verneinen müsste.

---

<sup>112</sup> WEBER/SETHE (FN 51), 577. Skeptisch ALEXANDER (FN 21), 146.

<sup>113</sup> Delegierte Verordnung (FN 76).

## 8. Retrozessionen

### a) *Retrozessionen bei der Vermögensverwaltung*

Als problematisch erweist sich die Regelung der Retrozessionen. Dabei handelt es sich um geldwerte Vorteile oder Sachvorteile, die ein Anlageberater oder Vermögensverwalter von einem Dritten als „Vertriebsentschädigung“ oder „Bestandspflegekommission“ annimmt. Art. 24 Abs. 8 MiFID II verbietet diese bei der Vermögensverwaltung oder verpflichtet den Vermögensverwalter, die Zuwendung an den Kunden auszukehren. Die Vorgabe beruht auf dem Umstand, dass solche Zuwendungen Anreize für Interessenkonflikte schaffen und den wahren Preis einer Dienstleistung verschleiern. In MiFID I war es noch ausreichend, den Kunden über die Annahme solcher Zuwendungen und deren Höhe aufzuklären. Diese Transparenzlösung mag auf den ersten Blick vielleicht bei der Anlageberatung funktionieren, bei der ein mündiger Anleger sich nach den Retrozessionen bei den vorgeschlagenen Anlageobjekten erkundigen kann. Bei der Vermögensverwaltung besteht diese Möglichkeit nicht. Denn der Verwalter trifft die Anlageentscheidungen ohne Rücksprache mit dem Kunden. Dieser wird erst im Nachhinein durch den zeitlich sehr viel späteren Rechenschaftsbericht über die getätigten Geschäfte informiert. Darin erfährt er allerdings nicht, ob es alternative Anlageobjekte mit weniger oder gar ohne Retrozessionen gegeben hätte. Der Kunde hat also ein Kontrollproblem. Deshalb verbietet die MiFID II solche Retrozessionen in der Vermögensverwaltung nun ganz.

Art. 28 E-FIDLEG wählt hingegen die deutlich unterlegene Transparenzlösung der veralteten MiFID I. Hierdurch wird eine Wettbewerbsverzerrung auf dem internationalen Markt für Vermögensverwaltungen ausgelöst.<sup>114</sup> In der EU muss gleich zu Beginn der Vertragsbeziehung das (aufgrund des Fehlens von Retrozessionen deutlich höhere) Honorar des Vermögensverwalters aufgedeckt werden. Demgegenüber kann der schweizerische Vermögensverwalter eine auf den ersten Blick preiswertere Vermögensverwaltung anbieten, wird er doch im Laufe der Geschäfte noch von dritter Seite entlohnt und kommt per Saldo auf ähnlich hohe Einnahmen wie der Kollege in der EU, ohne dass der Kunde dies allerdings zu Beginn der Geschäftsbeziehung im Detail sieht. Kunden eines schweizerischen Vermögensverwalters erfahren also erst im Laufe der Zeit, wie teuer der Vermögensverwalter tatsächlich ist. Sie werden ihn häufig aus Bequemlichkeit nicht mehr wechseln. Das Kontrollproblem und die Wettbewerbsverzerrung sind beides gravierende Abweichungen von der MiFID II und die Äquivalenz der Regelung im FIDLEG erscheint daher fraglich.<sup>115</sup>

---

<sup>114</sup> Ausführlich SETHE (FN 65), 484 ff.

<sup>115</sup> Ebenso KÜPPERS KATHRIN MARIA, Neuordnung der Finanzmarktaufsicht im Bereich der bankseitigen Erbringung und Vergütung von Finanzdienstleistungen, Diss. Zürich 2017, 279 ff.; SETHE (FN 97), 614. Im Ergebnis auch ALEXANDER (FN 21), 146 f.

b) *Retrozessionen bei der Anlageberatung*

In Bezug auf die Anlageberatung liess sich innerhalb der EU das Totalverbot von Retrozessionen nicht durchsetzen. Viele Mitgliedstaaten fürchteten, dass dadurch zu grosse Umwälzungen in der Finanzbranche ausgelöst und zahlreiche Anlageberater arbeitslos würden. Der Kompromiss besteht nun darin, dass man zwischen einer Anlageberatung auf Provisionsbasis und der unabhängigen Honoraranlageberatung unterscheidet. Bei der Anlageberatung auf Provisionsbasis darf der Berater Retrozessionen annehmen, wenn sie die Qualität der Leistung verbessern, die Interessenwahrungspflicht nicht beeinträchtigen und Art und Höhe gegenüber dem Kunden aufgedeckt werden (Art. 24 Abs. 9 MiFID II; Art. 11 der Richtlinie 2017/593<sup>116</sup>). Es handelt sich um eine leicht verbesserte Version der Transparenzlösung, die bereits unter MiFID I galt. Wird dagegen eine unabhängige Honoraranlageberatung erbracht, darf der Berater – wie bei der Vermögensverwaltung – keine Vergütung von dritter Seite annehmen oder muss sie an den Kunden durchleiten. Zudem muss er über eine ausreichend breite Palette an Finanzinstrumenten verfügen (Art. 24 Abs. 7 MiFID II, Art. 12 der Richtlinie 2017/593<sup>117</sup>).

Demgegenüber sieht das FIDLEG keine unabhängige Honoraranlageberatung vor, sondern nur die Anlageberatung auf Provisionsbasis (Art. 28 E-FIDLEG), welche dem Transparenzmodell von MiFID I gleicht. Diese Abweichung des FIDLEG von MiFID II erweist sich jedoch als nicht so gravierend.<sup>118</sup> Zum einen ist auch unter dem Regime von MiFID II die Anlageberatung auf Provisionsbasis der Regelfall. Dies zeigt das Beispiel Deutschlands, das die unabhängige Honoraranlageberatung 2014 im Vorgriff auf MiFID II eingeführt hatte. Dort sind 1209 Finanzdienstleistungsinstitute (Anlageberater, Vermögensverwalter etc.) und nur 19 unabhängige Honoraranlageberater registriert.<sup>119</sup> Man geht davon aus, dass der Marktanteil der unabhängigen Anlageberatung bei deutlich unter 1% liegt.<sup>120</sup> Zum anderen hat es der Kunde in der Hand, mit dem Finanzdienstleister ein Verbot der Retrozessionen auszuhandeln, so dass die entstehende Schutzlücke als nicht sehr gross anzusehen ist.

<sup>116</sup> Vgl. FN 78. Zusätzlich zu beachten sind die Art. 40 und 50 der Verordnung (EU) 2017/565 (FN 76). Vgl. auch die soeben aktualisierte Dokument der ESMA, Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, Abschnitt 7, <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)>.

<sup>117</sup> Vgl. FN 78.

<sup>118</sup> Ebenso bereits SETHE (FN 97), 613. Deutlich kritischer dagegen KÜPPERS (FN 115), 280 („potemkinisches Dorf des Anlegerschutzes“).

<sup>119</sup> Abfrage in den Datenbanken der BaFin vom 29. Mai 2018.

<sup>120</sup> FROMMHOLZ FRANK, Honorarberatung: 0,25 Prozent Marktanteil?, vom 9. April 2015, <<http://www.bundesweitefinanzberatung.de/expertenartikel/ansicht/honorarberatung-025-prozent-marktanteil-14787>>.

Gegen die Übernahme der Transparenzlösung von MiFID I in das schweizerische Aufsichtsrecht spricht jedoch der Gesichtspunkt des Anlegerschutzes. Denn die Verhaltensökonomie hat Anzeichen dafür gefunden, dass manche Kunden durch eine allgemein gehaltene Aufklärung sogar noch sorgloser werden. Ganz nach dem Motto: „Wenn der Berater mir schon solche schlimmen Sachen aufdeckt, kann ich ihm bedenkenlos vertrauen.“ Nötig sei keine abstrakte, sondern eine konkrete Aufklärung über die Gefahren im Einzelfall.<sup>121</sup> Es wäre daher zu begrüssen, wenn dies auf Verordnungsstufe berücksichtigt würde, etwa indem auf den Basisinformationsblättern entsprechende Informationen vorgeschrieben werden.

Auch beim Berater können übrigens Fehlanreize entstehen: Die Transparenz setzt seine Hemmschwelle herab, Zuwendungen in seine Entscheidungen einfließen zu lassen – denn er hat den Kunden ja gewarnt.<sup>122</sup> Auch kann er seine Befangenheit nicht einfach ausblenden.<sup>123</sup> Ob und wie man dies anders als durch ein Verbot der Retrozessionen vermeiden kann, muss an dieser Stelle aus Platzgründen offen bleiben. Nötig wäre hier ein detaillierter Rechtsvergleich mit Staaten, wie Grossbritannien oder den Niederlanden, die diesen Schritt gegangen sind und ein Verbot der Retrozessionen eingeführt haben.

## V. Fazit

Der Zugang zum europäischen Kapitalmarkt ist für die schweizerischen Finanzdienstleister zentral. Die mit MiFIR und MiFID II neu geschaffenen Regeln über den Drittstaatenzugang sind recht komplex und – wie die meisten EU-Rechtsregeln – leider sprachlich verunglückt. Im Mittelpunkt steht das Erfordernis der Äquivalenz des Aufsichtsrechts und der Beaufsichtigung, die effektiv sein muss. Das derzeit im Parlament befindliche FIDLEG weicht in zwei Punkten (blosser Angemessenheitstest bei der transaktionsbezogenen Anlageberatung und Regelung der Retrozessionen bei der Vermögensverwaltung) von zentralen Regelungen der MiFID II ab. Zudem kennt das schweizerische Recht bislang keine Vorschriften zur *product governance* und zu Zielmärkten (Art. 16 Abs. 3, 24 Abs. 2 MiFID II).<sup>124</sup> Dieser Umstand wurde in der

---

<sup>121</sup> HELLERINGER GENEVIÈVE, Designing Disclosures: Testing the Efficacy of Disclosure in Retail Investment Advice, in: MATHIS/TOR (eds.), Nudging – Possibilities, Limitations and Applications in European Law and Economics, Cham 2016, 153 ff.

<sup>122</sup> CAIN DAYLIAN M./LOEWENSTEIN GEORGE/MOORE DON A., The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest, Vol. 34, No. 1, Journal of Legal Studies (2005), 1 ff. Vgl. auch HEESE MICHAEL, Beratungspflichten, Tübingen 2015, 74 ff. sowie 182 ff., der zu dem Ergebnis kommt, dass Aufklärungspflichten über Interessenkonflikte ineffektiv sind und nur gewählt werden sollten, wenn die Konfliktvermeidung unmöglich oder unverhältnismässig sei.

<sup>123</sup> HELLERINGER (FN 121), 163.

<sup>124</sup> Für diesen Hinweis danke ich Frau Prof. Dr. Emmenegger, Bern.

schweizerischen Diskussion bislang – soweit ersichtlich – noch nicht als Problem der Äquivalenzanerkennung diskutiert. Es spricht daher eine gewisse Wahrscheinlichkeit dafür, dass die EU bereits bei der rein technischen Prüfung der Gleichwertigkeit des neuen schweizerischen Rechts dessen Äquivalenz verneinen wird.<sup>125</sup>

Zu bedenken ist schliesslich, dass der Zugang zum Binnenmarkt eine weitere Hürde aufweist: Die Feststellung der Äquivalenz des Finanzmarktrechts hat neben der rein technischen Seite auch eine politische Komponente, denn auf einen positiven Bescheid der EU-Kommission besteht kein Anspruch.

Die Alternative zur Einhaltung des Drittstaatenregimes von MiFIR und MiFID II bestünde im Abschluss eines Finanzdienstleistungsabkommens mit der EU. Dies ist jedoch momentan politisch nicht möglich, da die EU signalisiert hat, dass sie zunächst ein institutionelles Rahmenabkommen mit der Schweiz schliessen will, bevor weitere sektorielle Einzelvereinbarungen verhandelt werden.<sup>126</sup> Zudem erscheint ein Finanzdienstleistungsabkommen auch aus Sicht der Schweiz nicht mehr ganz so attraktiv wie früher, denn die EU wird Gegenleistungen verlangen, wie etwa die Abschaffung der Staatsgarantie für die Kantonalbanken oder schärfere Eigenkapitalregeln für Lebensversicherer.<sup>127</sup>

Im Hinblick auf den Anlegerschutz wird mit dem Reformpaket FINIG/FIDLEG ein Fortschritt erzielt, weil die bisher zersplitterte Regelung des Vertriebs durch eine sektorübergreifende Lösung ersetzt und eine Aufsicht über externe Vermögensverwalter und Trustees eingeführt wird. Zudem können die Pflichten im Wertpapiergeschäft nun aufsichtsrechtlich besser durchgesetzt werden. Eher kritisch zu sehen sind jedoch die Streichung der Sorgfalts- und Treuepflicht auf Gesetzesstufe und die Einführung strafstatt aufsichtsrechtlicher Sanktionen für Kundenberater. Ob die Transparenzlösung bei Retrozessionen eine gute Wahl ist, wird uns hoffentlich die Rechtsvergleichung mit Staaten, die ein Verbot der Retrozessionen eingeführt haben, sowie die Verhaltensökonomie in näherer Zukunft aufzeigen.

---

<sup>125</sup> Ebenso ALEXANDER (FN 21), 145; BAUMANN (FN 108), N 512; KÜPPERS (FN 115), 279 ff.; TOBLER SIMONE, Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen MiFID II und FIDLEG: Äquivalenzprüfung sowie Auswirkungen auf strategischer und operationeller Ebene in Finanzinstituten, Zürich 2016, 87; SETHE (FN 95), 46 f. Weniger skeptisch dagegen die SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG, EU-Pass dank FIDLEG und FINIG? insight 4.17 vom 13. Dezember 2017, die zwar die Unterschiede zwischen MiFID II und FIDLEG aufzeigt, aber zu dem Ergebnis kommt, dass die Äquivalenzanerkennung durchaus möglich sei, da mit den neuen Gesetzen eine zu MiFID II vergleichbare Wirkung erzielt werde, <<http://www.swissbanking.org/de/services/insight.sight-4.17/eu-pass-dank-fidleg-und-finig>>.

<sup>126</sup> ALEXANDER (FN 21), 128.

<sup>127</sup> Vgl. NZZ vom 7. März 2018, 34 („Finanzdienstleistungsabkommen: Der EU-Fünfer oder das Schweizer Weggli“).