

Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen

Susan Emmenegger | Andrea Bigler

The European Union is by far the most important market for Swiss cross-border financial services. So far, the key strategy for market access has been to tailor Swiss financial regulation so as to achieve equivalence with EU law. However, the analysis of the current equivalence procedures reveals that equivalence is not the door opener one had hoped for. Core activities such as deposit-taking, lending and insurance are not covered by the equivalence schemes. Also, there are no equiva-

lence mechanisms for service to retail clients. Furthermore, the majority of equivalence decisions do not result in market access rights for third country providers. Finally, a great number of equivalence decisions are not relevant for Swiss financial intermediaries. In short: Even the maximum equivalence will grant the Swiss financial industry only limited market access. Equivalence remains a key concept, but it needs to be complemented with additional strategies.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Finanzdienstleistungen innerhalb der EU: Der europäische Pass
- III. Die Beziehung zu Drittländern: Das Äquivalenzprinzip
 - 1. Statistisches zur Äquivalenz
 - 2. Themengebiete und Stakeholder im Überblick
 - 3. Zielsetzung des Äquivalenzregimes aus EU-Sicht
 - 4. Wirkung von Äquivalenzentscheiden
 - 5. Stichworte zum Verfahren
 - 6. Zwischenergebnis: Punktueller und instabiles Regime
- IV. Äquivalenz als Marktzugang?
 - 1. Kreditgeschäft
 - 2. Vermögensverwaltung und Anlageberatung
 - 3. Versicherungsgeschäft
 - 4. Fondsgeschäft
 - 5. Handelsplätze
 - 6. Weitere Infrastrukturbereiche
 - 7. Parteien bei Derivatkontrakten
 - 8. Rating-Agenturen
 - 9. Prospekte
 - 10. Reporting und Abschlussprüfung
- V. Äquivalenzverfahren aus Schweizer Sicht
 - 1. Bestehende Äquivalenzentscheide
 - 2. Offene Verfahren
- VI. Äquivalenz: Zauberformel oder Luftschloss?

I. Einleitung

Die EU verfügt mit ihren 510 Millionen Bürgerinnen und Bürgern und einem Bruttoinlandprodukt von 15,3 Billionen Euro über den grössten Wirtschaftsraum der Welt.¹ Der Zugang zum europäischen Markt gehört deshalb zu den strategischen Kernanliegen der schweizerischen Finanzmarktpolitik.² Die EU hat im Nachgang zur Finanzkrise die Harmonisierung der Finanzmarktregulierung massiv vorangetrieben. Ein Kernelement dieser Neuordnung ist die zentralisierte Regelung der Drittstaaten-Regimes unter dem Leitmotiv der Äquivalenz.³ Die jüngeren Entwicklungen, namentlich das Seilziehen um die Börsenäquivalenz, haben die Grenzen des Äquivalenzprinzips als nachhaltige und stabile Grundlage für einen umfassenden Zugang der schweizerischen Finanzdienstleister zum europäischen Markt an den Tag gelegt. Tatsächlich zeigen sich diese Grenzen unabhängig von der Diskussion über ein Rahmenabkommen zwischen der Schweiz und der EU. Sie sind struktureller Natur, was nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Brexit und der künftigen Stellung eines heute noch vollständig äquivalenten UK-Finanzplatzes deutlich wurde.

¹ Achim Wambach, Der EU-Binnenmarkt – der grösste Wirtschaftsraum der Welt, Die Volkswirtschaft 8–9/2018, 9 (Zahlen von 2017).

² Statt vieler: Bundesrat, Bericht zur Finanzmarktpolitik des Bundes, 19. Dezember 2012, 22 f.; Bundesrat, Bericht zur Finanzmarktpolitik für einen wettbewerbsfähigen Finanzplatz Schweiz, Oktober 2016, 15 f.; Expertengruppe zur Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie, Schlussbericht, 1. Dezember 2014, 22 f.

³ Siehe dazu Rolf H. Weber/Rolf Sethe, Äquivalenz als Rege-lungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 110 (2014), 569 ff.

Im Sinne einer Standortbestimmung stellt sich aber dennoch die Frage, welchen Marktzugang die Schweiz unter einer Maximal-Äquivalenz erreichen könnte und wo sie sich im Vergleich mit anderen Drittstaaten auf dem Äquivalenzfeld befindet.

II. Finanzdienstleistungen innerhalb der EU: Der europäische Pass

Die EU hat auf die Finanzkrise von 2007/2008 mit «More Europe» reagiert und die Integration der mitgliedstaatlichen Finanz- und Kapitalmärkte intensiv weiterentwickelt. Daraus resultiert ein weitgehend vereinheitlichter Rechtsrahmen für Dienstleister und Transaktionen innerhalb der Union.

Auf der Grundlage des harmonisierten Rechtsrahmens für Finanzdienstleistungen hat sich in der EU der europäische Pass als Kernprinzip der mitgliedstaatlichen Verhältnisbestimmung etabliert: EU- bzw. EWR-Finanzdienstleister, die als selbständige rechtliche Einheit organisiert sind, in einem Mitgliedstaat eine Bewilligung erlangt haben und der dortigen Aufsicht unterstehen, sollen ihre Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten anbieten können, ohne weitere Voraussetzungen erfüllen zu müssen. Beim Pass-Regime stehen zwei Aspekte im Vordergrund: Erstens das Recht, in anderen Mitgliedstaaten bewilligungsfreie Niederlassungen zu errichten (Niederlassungsfreiheit),⁴ und zweitens das Recht, direkt aus dem Herkunftsstaat heraus Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten zu erbringen (Dienstleistungsfreiheit).⁵ Der europäische Pass deckt aktuell ein sehr breites Spektrum von Finanzdienstleistungen und Finanzinstrumenten ab – Tendenz steigend, da dem Rechtsrahmen weitere Harmonisierungsschübe bevorstehen.⁶

⁴ Zweigniederlassungen von Drittländern erhalten demgegenüber keinen EU-Pass (Ausnahme: Drittland-Pass nach Art. 47 MiFIR), ihre Zulassung beschränkt sich auf den Mitgliedstaat, der die Bewilligung erteilt.

⁵ Die Hürden für die Niederlassung sind grundsätzlich höher als für die Dienstleistung, siehe EuGH v. 30.11.1995, Rs. C-55/94 – Gebhard.

⁶ Siehe etwa den Aktionsplan der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final, 30. September 2015.

III. Die Beziehung zu Drittländern: Das Äquivalenzprinzip

Während der EU-Pass die Grundlage für die Erbringung von Finanzdienstleistungen im Binnenmarkt ist, hat sich als Leitprinzip für die Verhältnisbestimmung zu Finanzdienstleistern aus Drittstaaten das Äquivalenzprinzip als Leitmotiv herausgebildet. Aus Drittstaatsicht sind die Erwartungen an die Äquivalenz hoch: Nicht selten wird sie mit dem Marktzugang gleichgesetzt. Dieses Bild ist allerdings unvollständig. Die Äquivalenz ist regelmässige Voraussetzung für den Marktzugang, sie garantiert diesen aber keineswegs.

1. Statistisches zur Äquivalenz

In der Liste der EU-Kommission finden sich aktuell 43 Äquivalenzverfahren, die auf 17 Regelwerke (7 Richtlinien und 10 Verordnungen) verteilt sind.⁷ Es handelt sich dabei einzig um die Kommissionsverfahren; die (gesamthaft viel zahlreicheren) Äquivalenzentscheide der mitgliedstaatlichen Behörden werden nicht publiziert.⁸ Die meisten Regelwerke sehen mehrere Äquivalenzverfahren vor. Anzahlmässig steht die Kapitaladäquanzverordnung (CRR) mit 8 Verfahren an der Spitze, gefolgt von MiFIR/MiFID II mit 6 Verfahren und EMIR mit 5 Verfahren. Schon bei der cursorischen Durchsicht fällt auf, dass prominente Regelwerke auf der Kommissionsliste fehlen: Die Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD IV),⁹ die UCITS-

⁷ *EU-Kommission, Equivalence/Adequacy Decisions taken by the European Commission as of 29/10/2018.* Es handelt sich um folgende Regelwerke: BilanzRiL (2013/34/EU); TransparenzRiL (2004/109/EG); AbschlussprüfungsRiL (2006/43/EG); FinanzmarktRiL (2014/65/EU); ProspektRiL (2003/71/EG); Solvabilität II-RiL (2009/138/EG); AIFM-RiL (2011/61/EU); RatingVO (EG Nr. 1060/2009); EMIR-VO (EU Nr. 648/2012); SFTR-VO (EU 2015/2365); FinanzmarktVO (EU Nr. 600/2014); MarktmissbrauchsVO (EU Nr. 596/2014); LeerverkaufsVO (EU Nr. 236/2012); BenchmarkVO (EU 2016/1011); ProspektVO (EU 2017/1129); KapitaladäquanzVO (EU Nr. 575/2013); ZentralverwahrerVO (EU Nr. 909/2014).

⁸ Beispiele: Feststellung der Äquivalenz der Aufsicht des Drittlandes im Zusammenhang mit der konsolidierten Aufsicht einer in der EU ansässigen Drittland-Tochtergesellschaft (Art. 127 CRD IV) oder die Zulassung von Prüfern aus Drittländern (Art. 44 AbschlussprüfungsRiL).

⁹ KapitaladäquanzRiL (2013/36/EU).

Richtlinie,¹⁰ die Versicherungsvertriebsrichtlinie¹¹ und die Zahlungsdiensterichtlinie (PSD2)¹² sehen keine Äquivalenzprüfung durch die Kommission vor.

Bislang hat die EU-Kommission 279 Äquivalenzentscheide getroffen.¹³ Von den 279 ergangenen Entscheidungen entfallen über die Hälfte (144) auf die CRR. An zweiter Stelle steht die Abschlussprüfungsrichtlinie mit 42 Entscheidungen. Zwei Drittel der Äquivalenzentscheide entfallen somit auf zwei Regulierungen, die in der hiesigen Äquivalenzdiskussion keine prominente Rolle spielen. Immerhin folgt in der Liste an dritter Stelle die EMIR mit 29 Entscheidungen (verteilt auf 5 Verfahren). Bei den aus Drittstaatsicht wichtigen Regelwerken MiFIR/MiFID II gibt es lediglich 17 Entscheide (verteilt auf 6 Verfahren); davon betreffen 12 Entscheide das Verfahren über die Freistellung von Drittland-Zentralbanken, lediglich 5 Entscheide betreffen beaufsichtigte Finanzdienstleister. Schliesslich ist anzumerken, dass von den insgesamt 17 Regulierungen bei 6 Regelwerken die Äquivalenzklausel noch nie aktiviert wurde. Dazu gehören prominente Regulierungen wie die AIFMD. Die EU hat ihr Äquivalenzpotential bei Weitem noch nicht ausgeschöpft.

Bei den Ländern mit (positiven) Äquivalenzentscheiden sind die USA mit 22 Entscheidungen führend, gefolgt von Japan und Kanada (20) und Australien (18). Die Schweiz, Brasilien und Singapur kommen auf 15 Äquivalenzentscheide, gefolgt von Mexiko (14), Hong Kong (13), China (12), Südafrika (11), Indien und Südkorea (10). Die restlichen Länder mit Äquivalenzentscheiden sind Saudi-Arabien und Türkei (8), Guernsey, Isle of Man, Jersey und Neuseeland (7), die Färöer, Grönland, Indonesien und Monaco (5), Bermuda (4), Dubai (3), Malaysia, Taiwan und Thailand (2), Abu Dhabi, Argentinien, Cayman Islands, Ägypten, Mauritius, Russland, Vereinigte Arabische Emirate (1).

2. Themengebiete und Stakeholder im Überblick

Die Liste der EU-Kommission zu den Äquivalenzverfahren zeigt ein deutliches Schwergewicht im Bereich der Finanzmarktinfrastrukturen, wobei hier

zahlreiche Akteure und regulierungsintensive Aktivitäten wie der Derivathandel zusammenkommen: Es geht um Handelsplätze, zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer, Transaktionsregister sowie Benchmark-Administratoren und deren Referenzwerte. Zentrale Regelwerke sind die EMIR (Derivathandel) und MiFIR/MiFID II (Wertpapierdienstleistungen). Daneben sehen die CSDR (Zentralverwahrung), die SFTR (Wertpapierfinanzierungsgeschäfte) und die Benchmarkverordnung diverse Äquivalenzverfahren vor.

Zahlenmässig stark vertreten sind auch die Verfahren im Zusammenhang mit der Kreditvergabe von EU-Instituten an Gegenparteien aus Drittländern; diese Kredite können bei Vorliegen der Äquivalenz nach EU-Standards gewichtet werden. Andere Verfahren betreffen das Versicherungsgeschäft, auch hier liegt der Fokus auf dem grenzüberschreitenden Geschäft der EU-Versicherer bzw. Versicherungsgruppen. Prominente Stakeholder in den Äquivalenzverfahren sind sodann die Zentralbanken aus Drittländern; für sie sind zahlreiche Ausnahmen und Freistellungen vorgesehen.

Ein weiterer Themenkreis umfasst die Reporting-Pflichten von Drittland-Unternehmen, deren Wertschriften in der EU gehandelt werden; die Äquivalenz erlaubt hier die Pflichterfüllung nach den Regeln des Sitzstaates und die Abschlussprüfung durch Drittland-Prüfungsgesellschaften.

Bei den Wertpapierdienstleistungen, namentlich der Vermögensverwaltung und der Anlageberatung, sieht MiFIR lediglich ein Äquivalenzverfahren vor; es erlaubt die grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung für professionelle Kunden in die EU hinein. Analoges gilt für den Fondsbereich, allerdings nur für die Alternativen Investmentfonds und – gleich wie bei MiFIR – nur für professionelle Kunden.

Die Übersicht verdeutlicht, dass der primäre Fokus der Äquivalenzverfahren nicht auf dem Marktzugang für Drittland-Unternehmen liegt. Ein erheblicher Teil der Verfahren betrifft das grenzüberschreitende Geschäft der EU-Finanzdienstleister, bei einem weiteren Teil geht es um Drittland-Unternehmen, die an einer EU-Börse kotiert und insofern in der EU bereits «angekommen» sind. Der dritte Schwerpunkt betrifft den Derivathandel, an dem zwar viele verschiedene Akteure beteiligt sind und der mit hohem Regulierungsaufwand gebändigt werden soll, der aber letztlich nicht das Kerngeschäft der Finanzdienstleistungsbranche ausmacht.

¹⁰ UCITS-RiL (2014/91/EU).

¹¹ VersicherungsvertriebsRiL (EU 2016/97).

¹² ZahlungsdiensteRiL (EU 2015/2366).

¹³ EU-Kommission, Equivalence Decisions (Fn. 7).

Abschliessend ist noch einmal darauf hinzuweisen, dass es für zentrale Themengebiete des Finanzmarktrechts *keine* Äquivalenzverfahren gibt. Die klassischen Bankgeschäfte (Entgegennahme von Publikumsanlagen, Kreditgeschäft, Hypothekengeschäft), die Zahlungsdienste und der Versicherungsvertrieb sowie die Versicherungsvermittlung sind nicht abgedeckt. Im Fondsbereich fehlt das Standardgeschäft mit den UCITS.

3. Zielsetzung des Äquivalenzregimes aus EU-Sicht

Aus der Drittstaatsansicht ist die Zielsetzung des Äquivalenzregimes leicht auszumachen: Es soll die Öffnung des EU-Marktes für Drittstaaten ermöglichen, und zwar im Sinne einer weitestgehenden Gleichbehandlung mit den mitgliedstaatlichen Akteuren, unter Berücksichtigung der Drittstaatenherkunft für die regulatorische Compliance.

Die EU legt die Schwerpunkte anders. Die EU-Kommission umreist in ihrem Grundlagenpapier¹⁴ folgende allgemeine Funktionen des Äquivalenzmechanismus: Die Herstellung des Gleichgewichts zwischen interner Finanzstabilität und Anlegerschutz auf der einen Seite und den Vorteilen eines offenen Finanzmarktes auf der anderen, die Verstärkung der Konvergenz von internationalen Aufsichtsstandards und die Intensivierung der Kooperation mit den Aufsichtsbehörden von Drittländern.¹⁵ Mit einem Äquivalenzentscheid will die EU-Kommission sodann folgende Ziele erreichen:

1. EU-Finanzdienstleister sollen bei grenzüberschreitenden Aktivitäten nicht durch doppelte regulatorische Anforderungen belastet und die (mitgliedstaatlichen) Aufsichtsbehörden entsprechend entlastet werden;
2. EU-Finanzdienstleister sollen von Erleichterungen profitieren können, die sonst nur im Binnenmarkt vorgesehen sind (z.B. bei der Berechnung der Kapitalausstattung);
3. EU-Firmen und -Investoren sollen von einem breiteren Spektrum an Dienstleistungen und Produkten profitieren können, sofern diese den regulatorischen Anforderungen der EU-Regulierung entsprechen.¹⁶

Die EU-Kommission stellt denn auch unmissverständlich klar: *«Equivalence decisions primarily benefit EU market participants [...]»*¹⁷ – und zwar im Sinne regulatorischer Erleichterungen bei der Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen aus der EU heraus.¹⁸ Nur in «einigen anderen Fällen» sollen bei der Äquivalenzentscheidung die positiven Auswirkungen auf EU-Marktteilnehmer und Drittstaatenanbieter berücksichtigt werden, wobei sogleich präzisiert wird, dass es namentlich darum gehe, den EU-Marktteilnehmern «a wider range of services and transaction choices» zu eröffnen.¹⁹ Auch hier dominiert also die Binnensicht, die Betonung liegt auf dem Zugang inländischer Nachfrager zu drittstaatlichen Anbietern. Abschliessend hält die Kommission zu den Zielen des Äquivalenzverfahrens fest: *«Equivalence decisions in a few areas may enhance the possibilities of doing business in the EU (e.g. investment firms under MiFID II), but the equivalence as such serves primarily prudential regulatory purposes and is a tool to reduce overlaps in compliance in the interest of EU markets.»*²⁰

4. Wirkung von Äquivalenzentscheiden

Angesichts des Positionsbezugs der Kommission kommt man nicht umhin, im Hinblick auf das Äquivalenzprinzip einen gewissen «expectation gap» zwischen der EU und der Sicht in Drittstaaten wie der Schweiz zu konstatieren. Führt man sich die Wirkung der vorgesehenen Äquivalenzentscheide vor Augen, so bestätigt sich die Perspektive der EU-Kommission: In weniger als einem Drittel der Fälle resultiert aus einem Äquivalenzentscheid ein Passrecht bzw. ein passähnliches Recht.²¹ In den anderen Fällen besteht

¹⁴ EU-Kommission, Commission Staff Working Document, EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment, SWD(2017) 102 final, 27. Februar 2017.

¹⁵ EU-Kommission, Staff Working Document (Fn. 14), 5.

¹⁶ EU-Kommission, Staff Working Document (Fn. 14), 5.

¹⁷ EU-Kommission, Staff Working Document (Fn. 14), 5.

¹⁸ Bestätigt in EGOV, Briefing, Third country equivalence in EU banking and financial regulation, September 2018, 1.

¹⁹ EU-Kommission, Staff Working Document (Fn. 14), 5 f.

²⁰ EU-Kommission, Staff Working Document (Fn. 14), 6.

²¹ Siehe dazu die detaillierte Analyse aller Äquivalenzverfahren unter IV. Passrechte sind in folgenden Verfahren vorgesehen: Art. 47 Abs. 1 MiFIR (Wertpapier-Dienstleistungen); Art. 67 AIFMD (Alternative Investmentfonds); Art. 25 Abs. 4 MiFID II (Aktienhandel); Art. 28 Abs. 4 MiFIR (Derivathandel); Art. 25 Abs. 6 EMIR (Clearingdienste); Art. 25 Abs. 9 CSDR (Verwahrungsdienste);

die Tragweite solcher Entscheide in einer Gleichbehandlung von Drittland-Dienstleistern, ohne dass Passrechte vergeben werden, oder dann in der Möglichkeit der Pflichterfüllung nach dem Drittland-Recht (substituted compliance).

a) Drittland-Pass

Besteht die Wirkung des Äquivalenzentscheids in der Vermittlung von Passrechten, so können Drittland-Finanzdienstleister ihre Dienstleistungen aus dem Drittland heraus im gesamten Binnenmarkt erbringen, oder (wo sinnvoll) in einem oder mehreren Mitgliedstaaten eine Zweigniederlassung errichten. Die Drittland-Passrechte selbst sind unterschiedlich ausgestaltet. Teilweise erlauben sie einen vollen Zugang zum Binnenmarkt, teilweise ist der Zugang auf bestimmte Kundenkreise eingeschränkt oder unterliegt anderen Auflagen (z.B. die Bestellung eines gesetzlichen Vertreters unter der AIFMD oder die Unterwerfung unter einen EU-Gerichtsstand unter MiFID II). Drittland-Passrechte bilden EU-Passrechte praktisch nie punktgenau ab. Insofern ist der Begriff der Passrechte als mögliche Wirkung von Äquivalenzentscheiden zwar praktisch, aber in den meisten Fällen ungenau. Hinzu kommt, dass Drittland-Passrechte zuweilen mit einer substituted compliance²² kombiniert werden; in diesem Fall handelt der Drittland-Akteur unter seinem eigenen (Drittland-)Regime – was im harmonisierten Rechtsraum der EU deutlich seltener vorkommt.

aa) Umfassende Passrechte

In der Kombination von Drittland-Pass und substituted compliance liegt für Drittländer die substantiellste Rechtsposition, die man im Verhältnis zur EU erreichen kann. Äquivalenzentscheide, die Passrechte mit substituted compliance kombinieren, gibt es etwa für Transaktionsregister, für nicht systemrelevante Ratingagenturen und für Zentralverwahrer.²³

Art. 75 EMIR (Transaktionsregister); Art. 19 Abs. 1 SFTR (Transaktionsregister); Art. 30 Abs. 2 und Abs. 3 (zwei Verfahren, Benchmark-Administratoren); Art. 5 Abs. 6 CRAR (Ratingagenturen); Art. 46 Abs. 2 und Art. 45 Abs. 6 Abschlussprüfungs-RIL (zwei Verfahren, Prüfung). Von den 13 Verfahren wurden erst fünf überhaupt aktiviert. Siehe dazu *EU-Kommission*, *Equivalence Decisions* (Fn. 7).

²² Siehe dazu sogleich Punkt c).

²³ Siehe dazu die Ausführungen zu den einzelnen Dienstleistungsbereichen unter IV.

bb) Eingeschränkte Passrechte

Einige Äquivalenzverfahren sehen zwar Passrechte vor, schränken diese aber auf bestimmte Kundenkreise ein oder enthalten andere Auflagen. So ist unter dem Äquivalenzverfahren von Art. 47 MiFIR der gleichberechtigte Marktzugang auf das Geschäft mit professionellen Kunden beschränkt, zudem müssen Drittland-Zweigniederlassungen die Verhaltensregeln von MiFID II einhalten (keine volle substituted compliance).²⁴ Beschränkte Passrechte in Kombination mit beschränkter substituted compliance bestehen auch im Äquivalenzverfahren unter dem Dach von Art. 67 AIFMD.²⁵

cc) Indirekte Passrechte

Einige Äquivalenzverfahren führen sodann zu indirekten Passrechten. Die Äquivalenz ist hier Voraussetzung, dass EU-Finanzdienstleister Transaktionen mit Drittland-Akteuren überhaupt durchführen können. Die Erlaubnis richtet sich zwar an die EU-Finanzdienstleister. Im Ergebnis vermittelt aber die Äquivalenz den Drittanbietern den Marktzugang. Beispiele hierfür sind die Börsenäquivalenz und die Anerkennung von zentralen Gegenparteien für die Erbringung von Clearingdiensten.²⁶ In beiden Fällen sind die Passrechte umfassend.

b) Gleichbehandlung ohne Passrechte

Die Passrechte führen zu einer differenziert ausfallenden Gleichbehandlung der Drittland-Akteure mit den EU-Akteuren im Hinblick auf den Zutritt zum Binnenmarkt für die Erbringung von Dienstleistungen. Die äquivalenzbedingte Gleichbehandlung umfasst aber auch Konstellationen, die sich nicht direkt auf den Marktzugang in Gestalt eines Dienstleistungsangebots seitens des Drittland-Akteurs beziehen, sondern die einen sonstigen Gleichlauf der Rechtspositionen zwischen EU-Akteuren und Drittland-Akteuren vorsehen, namentlich im Hinblick auf regulatorische Erleichterungen, aufsichtsrechtliche Kapitalanforderungen oder marktrelevante Informationsrechte.

²⁴ Siehe dazu unten IV.2 (Vermögensverwaltung und Anlageberatung).

²⁵ Siehe dazu unten IV.4 (Fondsgeschäft).

²⁶ Siehe dazu unten IV.5 und IV.6a (Handelsplätze, zentrale Gegenparteien).

Von regulatorischen Erleichterungen profitieren zum Beispiel Drittland-Zentralbanken, indem sie – gleich wie die EZB und die EU-Zentralbanken – vom Geltungsbereich der MiFIR oder der MAR ausgenommen sind.²⁷ Gleichbehandlung liegt auch vor, wenn EU-Kreditinstitute Kredite an Drittland-Banken für Zwecke der Kapitaladäquanz gleich gewichten können wie Kredite an EU-Banken.²⁸ Schliesslich fällt auch die Gleichbehandlung von Drittland-Dienstleistern im Hinblick auf den Zugang zu EU-Handelsplätzen, zentralen Gegenparteien und Handelsdaten in diese Kategorie der Wirkungsebenen.²⁹

Bei allen Unterschieden der vorerwähnten Konstellationen wird deutlich, dass bei diesen Äquivalenzverfahren nicht die Dienstleistungserbringung des Drittland-Akteurs im Vordergrund steht. Es geht vielmehr um die Angleichung der Rechtspositionen im Hinblick auf gewisse Transaktionen, und zwar durchaus auch solchen, bei denen grenzüberschreitende Aktivitäten des EU-Dienstleisters den Grund für das Äquivalenzverfahren bilden.

c) Substituted compliance

Während es in den ersten beiden Wirkungsebenen der Äquivalenz um die Ausdehnung von mitgliedstaatlichen Rechtspositionen auf Drittstaaten geht, berücksichtigt die dritte Wirkungsebene der Äquivalenz die Tatsache, dass im Drittland ein anderer (wenn auch gleichwertiger) Rechtsrahmen gilt, und gewährt dem Drittland-Akteur einen Sonderstatus im Hinblick auf regulatorische Anforderungen: Substituted compliance erlaubt es dem Drittland-Dienstleister, die regulatorischen Anforderungen nach dem Recht des Drittlands zu erfüllen. Substituted compliance ist gleichzeitig ein zentraler Mechanismus des Drittstaaten-Regimes im US-amerikanischen Finanzmarktrecht.³⁰ Das von der EU verwendete Äquivalenzprinzip ist allerdings vielschichtiger; die substituted compliance nach dem US-amerikanischen Design ist nur eine von mehreren möglichen Wirkungen eines Äquivalenzentscheids.

²⁷ Siehe Art. 1 Abs. 9 MiFIR, Art. 6 Abs. 5 MAR. Ähnlich auch Art. 1 Abs. 6 EMIR.

²⁸ Siehe unten IV.1 (Kreditgeschäft).

²⁹ Siehe Art. 38 Abs. 3 MiFIR.

³⁰ Siehe dazu *Howell E. Jackson*, Substituted Compliance: The Emergence, Challenges, and Evolution of a New Regulatory Paradigm, *Journal of Financial Regulation* 2015, 169 ff.

Substituted compliance kann im Verbund mit Passrechten in Erscheinung treten,³¹ sie kann aber auch für sich allein Gegenstand eines Äquivalenzentscheids sein. Zahlreiche solche Äquivalenzverfahren betreffen Unternehmen aus Drittländern, deren Wertchriften in der EU gehandelt werden: Der Äquivalenzentscheid ermöglicht die Rechnungslegung nach dem Recht des Sitzstaates und die Prüfung durch Drittland-Prüfungsgesellschaften.³² Substituted compliance liegt auch vor bei der Erstellung eines Prospekts nach den Drittland-Regeln.³³ Andere Fälle betreffen die Anerkennung der Drittland-Behörde für Zwecke der konsolidierten Aufsicht oder die Anerkennung des Solvabilitäts-Regimes der Drittland-Tochter eines EU-Versicherungskonzerns.³⁴

d) Fazit

Mit einem Äquivalenzentscheid sind unterschiedliche Wirkungen verbunden. In der grossen Mehrzahl der Fälle beinhaltet ein Äquivalenzentscheid kein Passrecht. Dieses Ergebnis ist kongruent mit dem Grundsatzpapier der EU-Kommission zum Äquivalenzprinzip, wonach Passrechte beim Äquivalenzprinzip nicht im Vordergrund stehen.³⁵

5. Stichworte zum Verfahren

Die Voraussetzungen für den Äquivalenzentscheid sind in jedem Regelwerk separat geregelt, wobei gewisse Grundvoraussetzungen sich wiederholen. Neben dem Kriterium der Gleichwertigkeit des Drittstaaten-Regimes werden regelmässig die Kooperation der Aufsichtsbehörden, eine wirksame Geldwäschebekämpfung sowie die Zusammenarbeit bei der Bekämpfung der Steuerverkürzung vorausgesetzt.³⁶

³¹ Siehe dazu oben Punkt a).

³² Siehe dazu unten IV.10 (Reporting und Abschlussprüfung).

³³ Siehe unten IV.9 (Prospekte).

³⁴ Siehe dazu unten IV.3 (Versicherungsgeschäft).

³⁵ *EU-Kommission*, Staff Working Document (Fn. 14), 5 f.

³⁶ *Franca Contratto*, Sanktionen, Neue Gretchenfrage im Ringen um den Marktzugang in die EU?, *SZW* 2018, 458; *Matthias Lehmann/Dirk Zetzsche*, Drittstaatenzugang im Finanzmarktrecht. Überlegungen zum Brexit, in: dies. (Hrsg.), *Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen*, Tübingen 2018, Rn. 20 ff.; *Rolf Sethe*, MiFIR/MiFID II – Drittstaatenzugang für die Schweiz und Äquivalenz von FINIG/FIDLEG, in: *Dieter Gericke* (Hrsg.), *Private Equity VI*, Zürich 2018, 5 f. Zusätzliche Kriterien sind z.B.: Die Verpflichtung

Sodann bildet die Reziprozität ein Kriterium, das die Äquivalenzentscheidung häufig beeinflusst.³⁷ Schliesslich sind für die Äquivalenzbeurteilung, die sowohl das materielle Recht wie auch den Vollzug umfasst, auch die durch die Tätigkeit von Drittstaatenanbietern in der Union entstehenden Risiken zentral.³⁸

Die Entscheidungskompetenz hinsichtlich der Äquivalenz eines Drittland-Regimes liegt für die EU-Verfahren bei der EU-Kommission.³⁹ Ihre Äquivalenzbeschlüsse sind unilateral und jederzeit widerufbar, gegen die inhaltliche Entscheidung besteht kein Rechtsschutz.⁴⁰ Drittstaaten haben sodann keinen Anspruch auf die Durchführung eines Äquivalenzverfahrens. Wie das Verfahren bezüglich der Börsenäquivalenz gezeigt hat, ist die Bewertung der Gleichwertigkeit nicht nur rein technischer, sondern auch politischer Natur.⁴¹

6. Zwischenergebnis: Punktuell und instabiles Regime

Mit Blick auf die Frage, was das Äquivalenzprinzip der EU den Drittstaaten bietet, lässt sich als Zwischenergebnis festhalten, dass es sich um einen punktuellen und instabilen Mechanismus handelt. Punktuell ist das Äquivalenzregime, weil in zentralen Dienst-

tung zur Übermittlung von Streitigkeiten an ein Gericht oder Schiedsgericht des Mitgliedstaates (Art. 46 Abs. 6 MiFIR).

³⁷ EGOV, Briefing, Third-country equivalence in EU banking legislation, 12. Juli 2017, 2; Sethe, Drittstaatenzugang (Fn. 36), 6.

³⁸ EU-Kommission, Durchführungsbeschluss (EU) 2015/2042 vom 13. November 2015, Erw. 2; *Contratto*, Sanktionen (Fn. 36), 658.

³⁹ EGOV, Briefing 2018 (Fn. 18), 2; EPRS, Briefing, Understanding equivalence and the single passport in financial services, Third-country access to the single market, Februar 2017, 3. Die mitgliedstaatlichen Äquivalenzverfahren werden hier nicht behandelt. Als Beispiel siehe aber Art. 127 CRD IV, Art. 15 Abs. 1 EinlagensicherungsRIL (2014/49/EU).

⁴⁰ Lehmann/Zetzsche, Drittstaatenzugang (Fn. 36), Rn. 22; Rolf Sethe, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, 624.

⁴¹ Siehe dazu die Ausführungen zu den Handelsplätzen unter IV.5. Zur Kritik an der politischen Dimension der Äquivalenzentscheidungen im EU-Parlament siehe EGOV, Briefing 2018 (Fn. 18), 2; EP, Report on relationships between the EU and third countries concerning financial services regulation and supervision, 2017/2253 (INI), 18. Juli 2018, 6; EPRS, Briefing (Fn. 39), 3.

leistungssegmenten Äquivalenzentscheide nicht vorgesehen sind und weil selbst innerhalb des Äquivalenzbereichs ein umfassendes Passrecht die Ausnahme bildet. Instabil ist der Mechanismus, weil der unilaterale Rahmen des Äquivalenzverfahrens und seine politischen Komponenten dazu führen, dass selbst bei vorhandener Äquivalenz ein Marktzugang keineswegs gesichert ist. Treffend führt die British Bankers' Association zur Äquivalenz aus: «Equivalence is not a substitute for the operational rights created by the EU passporting system for banks. It operates in fewer areas, covers fewer services and is inherently less secure.»⁴² Das ist kein Zufallsergebnis, wenn man sich an das Grundsatzpapier der EU-Kommission erinnert: «Equivalence as such serves primarily prudential regulatory purposes and is a tool to reduce overlaps in compliance in the interest of EU markets.»⁴³

IV. Äquivalenz als Marktzugang?

Was das Äquivalenzprinzip effektiv leisten kann und was nicht, zeigt sich erst, wenn man seine Bedeutung im Hinblick auf die wichtigsten Dienstleistungssektoren untersucht. Hier bestätigt sich nicht nur, dass für wichtige Dienstleistungssegmente keine Äquivalenzverfahren vorgesehen sind, sondern auch, dass die vorhandenen Äquivalenzverfahren in wichtigen Dienstleistungssegmenten keine Passrechte vermitteln. Selbst die Maximal-Äquivalenz führt mithin nicht zu einem umfassenden Marktzugang. Für die Schweiz zeigt sich hier, dass von den noch offenen Äquivalenzverfahren längst nicht alle relevant sind.

1. Kreditgeschäft

a) Kreditvergabe

Für die traditionellste Finanzdienstleistung, nämlich die Entgegennahme von Publikumseinlagen und die Kreditvergabe, ist kein Äquivalenzverfahren vorgesehen. Ein Äquivalenzregime wäre aber notwendig, weil die genannten Geschäfte gemäss EuGH nicht von der Kapitalverkehrsfreiheit gedeckt sind.⁴⁴ Was als Möglichkeit bleibt, ist die Gründung einer Toch-

⁴² British Bankers' Association, What is 'equivalence' and how does it work?, Brexit Quick Brief #4, 1.

⁴³ EU-Kommission, Staff Working Document (Fn. 14), 6. Siehe auch oben III.3.

⁴⁴ EuGH v. 3.10.2006, Rs. C-452/04 – Fidium Finanz AG.

tergesellschaft oder die Errichtung einer Zweigniederlassung. Hierfür gelten die Regeln der einzelnen Mitgliedstaaten, die dabei allerdings die Rahmenbedingungen der CRD IV beachten müssen.⁴⁵

b) Kreditumfang

Für das Kreditgeschäft gibt es Äquivalenzverfahren nur in der umgekehrten Richtung. Unter der CRR können EU-Kreditinstitute ihre Risikopositionen gegenüber gewissen Drittland-Schuldnern gleich behandeln wie gegenüber den entsprechenden EU-Schuldnern. Betroffen sind im Wesentlichen Banken, Wertpapierfirmen und Börsen.⁴⁶ Zentralbanken, Zentralstaaten und andere Gebietskörperschaften aus Drittländern profitieren unter Umständen gar von der Gewichtung nach dem eigenen Aufsichtsrecht (substituted compliance).⁴⁷

Für die Kreditinstitute, die Zentralbanken und die übrigen Gebietskörperschaften verfügt die Schweiz seit 2014 über die relevanten Äquivalenzentscheide.⁴⁸ Hingegen fehlt die entsprechende Äquivalenzanerkennung für die Wertpapierfirmen und Börsen. Der letzte Durchführungsbeschluss der EU-Kommission datiert vom 20. Dezember 2016.⁴⁹ Das Paket FIDLEG/FINIG/FinfraG ist also in der Äquivalenzbewertung der EU-Kommission noch nicht berücksichtigt. Bei Vorliegen der entsprechenden politischen Rahmenbedingungen bestünde hier also ein Äquivalenzpotential. Allerdings sind in der Schweiz die wichtigsten Vermögensverwalter und Anlageberater gleichzeitig Kreditinstitute, sodass sie unter diesem Titel von der Äquivalenzentscheidung profitieren. Für die Börsen besteht sodann kein dringendes Be-

dürfnis nach einer (klassischen) Kreditfinanzierung durch EU-Institute. Für diese beiden Akteure ist Äquivalenz im Ergebnis nicht ausreichend relevant, um ein eigenes Äquivalenzverfahren anzustrengen.

2. Vermögensverwaltung und Anlageberatung

Die Vermögensverwaltung und die Anlageberatung werden in der EU unter dem Titel der Wertpapierdienstleistungen (MiFIR/MiFID II) geführt.⁵⁰ Die MiFIR sieht für Wertpapierdienstleistungen ein Äquivalenzverfahren vor, das auf geborene professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien beschränkte Passrechte und eine beschränkte substituted compliance beinhaltet (Art. 47 MiFIR). Ein Äquivalenzentscheid unter Art. 47 MiFIR ist noch nicht ergangen. Der Schweiz und anderen Drittländern fehlt in einem zentralen Bereich der äquivalenzbasierte Marktzugang.

a) Privatkundengeschäft

Für das Privatkundengeschäft (Privatkunden und gekorene professionelle Kunden) sehen die EU-Regelwerke kein Äquivalenzverfahren vor. Entsprechend gibt es auch keinen Drittland-Pass für Drittland-Anbieter im grenzüberschreitenden Privatkundengeschäft.⁵¹ Die Zulassung erfolgt separat durch jeden Mitgliedstaat, wobei es diesem freigestellt ist, ob er die Errichtung einer Zweigniederlassung vorschreiben will oder ob er grenzüberschreitende Dienstleistungen zulässt.⁵² Wählt er das Zweigniederlassungsmodell, gibt MiFID II die Rahmenbedingungen für die Bewilligung vor.⁵³ Verzichtet der Mitgliedstaat auf das Zweigniederlassungserfordernis, so legt er selbst die Rahmenbedingungen fest.⁵⁴ Möglich ist auch der Abschluss eines Übereinkommens, vergleichbar dem,

⁴⁵ Siehe Art. 8 Abs. 1 CRD IV (Kreditinstitute), Art. 47 CRD IV (Zweigniederlassungen).

⁴⁶ Siehe Art. 107 Abs. 3 CRR (Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Börsen [Standard-Ansatz]), Art. 142 Abs. 2 CRR (Kreditinstitute, Wertpapierfirmen [IRB-Ansatz]).

⁴⁷ Siehe Art. 107 Abs. 3 CRR (Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Börsen), Art. 114 Abs. 7 CRR (Zentralstaaten und Zentralbanken), Art. 115 Abs. 4 CRR (regionale oder lokale Gebietskörperschaften), Art. 116 Abs. 5 CRR (öffentliche Stellen).

⁴⁸ Siehe *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss 2014/908/EU vom 12. Dezember 2014, nachgeführt mit Durchführungsbeschluss (EU) 2016/230 vom 17. Februar 2016 und Durchführungsbeschluss (EU) 2016/2358 vom 20. Dezember 2016.

⁴⁹ *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2016/2358 vom 20. Dezember 2016.

⁵⁰ Für die Liste der Wertpapierdienstleistungen unter MiFID II siehe Art. 4 Ziff. 2 MiFID II und dortige Verweisungen.

⁵¹ Ausgenommen vom Geltungsbereich der MiFID II (und entsprechend von einer Bewilligungspflicht) ist das Geschäft auf ausschliessliche Initiative des Kunden, siehe Art. 42 MiFID II. Weiterführend *Sethe*, SZW 2014 (Fn. 40), 620 ff.

⁵² Art. 39 Abs. 1 MiFID II.

⁵³ Art. 39 ff. MiFID II.

⁵⁴ Die Rahmenbedingungen ergeben sich dann allgemein aus dem GATS. Siehe dazu *Sethe*, SZW 2014 (Fn. 40), 628; *Weber/Sethe*, SJZ 2014 (Fn. 3), 572 f.

das die Schweiz und Deutschland für Banken abgeschlossen haben.⁵⁵

Die Zulassung der Zweigniederlassung ist auf den bewilligenden Mitgliedstaat beschränkt.⁵⁶ Im Ergebnis ist ein Zugang zum gesamten Binnenmarkt für das Privatkundengeschäft nur über die Errichtung einer Tochtergesellschaft zu erlangen; in diesem Fall gilt die Tochtergesellschaft als EU-Finanzdienstleister, sie ist dann aber auch vollumfänglich dem EU- und dem mitgliedstaatlichen Recht unterstellt.⁵⁷

b) Geschäft mit professionellen Kunden

aa) Hauptdienstleistungen

Für das Geschäft mit professionellen Kunden (geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden) sieht Art. 47 MiFIR einen Äquivalenzentscheid vor. Drittland-Anbieter können im Falle eines positiven Bescheids aus ihrem Herkunftsland heraus ihre Dienstleistungen in der gesamten EU erbringen. Einen Drittland-Pass erhält auch die Drittland-Zweigniederlassung. Zwar verbleibt die Entscheidung, ob Drittländer im Hoheitsgebiet eines Mitgliedstaates Zweigniederlassungen errichten können, in der Kompetenz des einzelnen Mitgliedstaates.⁵⁸ Bei einer positiven Entscheidung gelten dann aber für die Errichtung der Zweigniederlassung und den Drittland-Pass die EU-Rahmenbedingungen.⁵⁹ Das beinhaltet, dass die Drittland-Zweigniederlassungen sich einem System zur Entschädigung der Anleger für den Fall des Konkurses der Wertpapierfirma anschliessen müs-

sen,⁶⁰ zudem müssen sie die Verhaltensregeln von MiFID II einhalten (eingeschränkte substituted compliance).⁶¹

Da die Kommission noch kein Art. 47-Verfahren geführt hat, liegt die Kompetenz für die Regelung der grenzüberschreitenden Dienstleistungserbringung und der Errichtung einer Zweigniederlassung noch bei den Mitgliedstaaten.⁶² Für die Schweizer Finanzdienstleister ist allerdings ein zentralisierter Zugang zur gesamten EU, wie er durch einen positiven Äquivalenzentscheid vermittelt würde, von zentraler Bedeutung.⁶³

bb) Nebendienstleistungen

Ein Äquivalenzbescheid gestützt auf Art. 47 MiFIR hätte für die Drittland-Dienstleister nicht nur für die Haupttätigkeit den Drittland-Pass zur Folge, sondern auch für eine Reihe von Nebentätigkeiten.⁶⁴ Diese umfassen unter anderem die Tätigkeit als Verwahrstelle sowie die Gewährung von Krediten und Devisengeschäften im Zusammenhang mit der einschlägigen Wertpapierdienstleistung.⁶⁵ Wie bereits erwähnt, verfügt bislang kein Drittland über den entsprechenden Äquivalenzentscheid.

⁵⁵ Briefwechsel vom 3. Juli/15. August 2013 zwischen der Schweiz und Deutschland zur Verbesserung der grenzüberschreitenden Tätigkeit im Finanzbereich (MoU), SR 0.956.113.61. Schweizer Banken können gestützt auf das MoU bei der BaFin um eine Freistellung im vereinfachten Verfahren nachsuchen. Siehe dazu auch *FINMA*-Mitteilung Nr. 54 vom 6. Januar 2014: Vereinfachtes Freistellungsverfahren für Schweizer Banken bei grenzüberschreitenden Tätigkeiten im Finanzbereich in Deutschland. Vgl. auch *Detmar Loff*, Die Nutzung des vereinfachten Marktzugangs für Schweizer Banken, *GesKR* 2014, 376 ff.

⁵⁶ Erw. 109 MiFID II, Erw. 41 Satz 2 MiFIR.

⁵⁷ Siehe die Definition der Drittlandfirma in Art. 4 Abs. 1 Nr. 57 MiFID II. Siehe weiter Art. 2 Abs. 1 Nr. 42 MiFIR.

⁵⁸ Art. 39 Abs. 1 MiFID II.

⁵⁹ Art. 41 MiFID II (Rahmenbedingungen), Art. 46 Abs. 3 MiFIR (Drittland-Pass).

⁶⁰ Art. 39 Abs. 2 lit. f MiFID II. Die AnlegerschutzRiL (97/9/EG) verlangt die Absicherung von Verbindlichkeiten aus Wertpapiergeschäften für den Fall der Insolvenz der Wertpapierfirma. Die Schweiz kennt keine solche Regelung.

⁶¹ Art. 41 Abs. 2 MiFID II.

⁶² Art. 46 MiFIR. Siehe auch Erw. 41 Unterabsatz 3 MiFIR («Kann kein Beschluss über die effektive Gleichwertigkeit gefasst werden, unterliegen die in der Union erbrachten Dienstleistungen von Drittlandfirmen den jeweiligen nationalen Regelungen.»). Gemäss *Sethe*, SZW 2014 (Fn. 40), 624, gilt die Kompetenz der Mitgliedstaaten auch im Falle eines negativen Äquivalenzentscheids weiter. Dem ist zuzustimmen, denn in anderen Regularien ist für solche Fälle eine Regelung vorgesehen, z.B. eine Übergangsfrist, siehe etwa Art. 46 Abs. 2 AbschlussprüfungsRiL.

⁶³ Zur weitgehenden Gleichwertigkeit des neuen schweizerischen Rechts- und Aufsichtsrahmens für die Beaufsichtigung von Vermögensverwaltern siehe *Contratto*, Sanktionen (Fn. 36), 663 f.

⁶⁴ Siehe Art. 46 Abs. 1 MiFIR.

⁶⁵ Siehe die Nebendienstleistungen in Anhang I Abschnitt B MiFID II.

3. Versicherungsgeschäft

a) Vertrieb und Vermittlung

Für den Versicherungsvertrieb und für die Versicherungsvermittlung gibt es keine Äquivalenzverfahren;⁶⁶ die Drittstaatenregelung liegt grundsätzlich in der Hand der Mitgliedstaaten. Für die Schweiz wird diese Lücke allerdings teilweise durch den Staatsvertrag mit der EU aufgefangen.⁶⁷ Dieser erlaubt es den Direktversicherern (ohne Lebensversicherer), in der EU Agenturen und Zweigniederlassungen zu errichten und dafür auf die schweizerischen Solvenzanforderungen abzustellen.

Sodann erlauben einzelne Mitgliedstaaten im Falle einer Anerkennung unter der Adäquanzklausel für Rückversicherungen unter der Solvency II-Richtlinie den Betrieb des Rückversicherungsgeschäfts aus dem Drittland heraus, ohne dass hierfür eine bewilligungspflichtige Niederlassung im Mitgliedstaat errichtet wird. Das ist beispielsweise für Deutschland der Fall.⁶⁸

b) Solvenzanforderungen

Äquivalenzverfahren sind im Versicherungswesen einzig im Zusammenhang mit den Solvabilitätsregelungen vorgesehen. Die Schweiz hat hier das Äquivalenzpotential ausgeschöpft und verfügt für alle drei Verfahren über die Äquivalenzanerkennung.⁶⁹ Passrechte sind damit allerdings keine verbunden.

Das erste Äquivalenzverfahren unter Solvency II betrifft das Rückversicherungsgeschäft. Die Äquivalenzanerkennung des Drittland-Solvabilitätssystems erlaubt es dem EU-Versicherer, bei der Berechnung seiner Solvenzkapitalanforderungen die Dritt-

land-Rückversicherung gleich zu gewichten wie eine Rückversicherung mit einem EU-Partner.⁷⁰

Das zweite Verfahren betrifft Versicherungsgruppen mit Hauptsitz in der EU und Tochtergesellschaften ausserhalb der EU. Sie können für die Berechnung der Solvabilität der Gruppe die im Drittland geltenden Solvenzkapitalanforderungen und Eigenmittel beiziehen (substituted compliance).⁷¹

Das dritte Verfahren betrifft Drittland-Versicherer/Rückversicherer, die über EU-Tochtergesellschaften verfügen. Die mitgliedstaatlichen Behörden können sich im Fall eines positiven Äquivalenzentscheids auf die konsolidierte Aufsichtstätigkeit der Drittland-Behörden stützen.⁷² Es kommen in diesem Fall nicht die Solvency II-Anforderungen, sondern die Gruppenaufsichtsanforderungen des Drittlands zur Anwendung (substituted compliance).

Insgesamt sind die Versicherungsverfahren als wichtig einzustufen, wobei dem Rückversicherungsgeschäft und der konsolidierten Aufsicht aus Sicht der Schweiz ein grösseres Gewicht zukommt als dem exportorientierten Äquivalenzverfahren für die Tochtergesellschaft von EU-Versicherungsgruppen.

4. Fondsgeschäft

Das Fondsgeschäft ist in der EU regulatorisch aufgeteilt zwischen der UCITS V (offene kollektive Kapitalanlagen) und der AIFMD (Alternative Investmentfonds). Unter der AIFMD sind zwei Äquivalenzverfahren vorgesehen, eines davon sieht einen Drittland-Pass vor (ohne substituted compliance). Der Pass gilt ausschliesslich für das Geschäft mit professionellen Kunden. Das andere Verfahren beinhaltet die Gleichbehandlung mit EU-Akteuren (Verwahrstellen). Bislang

⁶⁶ Ausdrücklich Art. 1 Abs. 6 VersicherungsvertriebsRiL.

⁶⁷ Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft betreffend die Direktversicherung mit Ausnahme der Lebensversicherung (abgeschlossen am 10. Oktober 1989), SR 0.961.1.

⁶⁸ Siehe Art. 67 Abs. 1 Satz 2 VAG. Siehe dazu auch die Mitteilung der BaFin zum Thema «Drittstaaten-Versicherer» und dort auch den Hinweis, dass Versicherungsverträge, die auf Initiative des Versicherten mit Drittstaatenversicherungen abgeschlossen werden («Korrespondenzversicherungen»), erlaubnisfrei sind.

⁶⁹ Einheitlicher Beschluss für alle drei Bereiche: *EU-Kommission*, Delegierter Beschluss (EU) 2015/1602 vom 5. Juni 2015.

⁷⁰ Art. 172 Abs. 2 Solvency II. Übergangsweise Anerkennung möglich gestützt auf Art. 172 Abs. 4 Solvency II (Ergänzung durch 32009L0138).

⁷¹ Art. 227 Solvency II. Siehe allerdings Art. 225 Solvency II: Die Entscheidung über die effektive Akzeptanz der (anderen) mitgliedstaatlichen oder EU-externen Ausgestaltung der Solvenz- und Eigenmittelanforderungen obliegt den Mitgliedstaaten. Hier ist die substituted compliance gleichzeitig ein Ergebnis der Gleichbehandlung.

⁷² Art. 261 Abs. 1 Solvency II. Falls kein Kommissionsentscheid vorliegt, nehmen die Mitgliedstaaten die Äquivalenzprüfung auf Wunsch des Drittland-Mutterunternehmens, des EU-Unternehmens oder von sich aus vor, siehe Art. 260 Abs. 1 Solvency II.

ist unter der AIFMD kein Äquivalenzentscheid ergangen.

a) UCITS

Die UCITS-Richtlinie, die bereits in ihrer fünften Fassung besteht (UCITSD V), reguliert die offenen kollektiven Kapitalanlagen (vertragliche Fonds, SICAV), die in Wertpapiere oder bestimmte liquide Anlagen investieren. UCITS sind auf Privatanleger zugeschnitten, sie profitieren innerhalb der EU von weitgehenden Passrechten.⁷³ Diese Zutrittsrechte sind aber gleichzeitig mit einer weitgehenden Abschottung gegenüber Drittstaaten verbunden. UCITS sind ein rein europäisches Konzept, eine Art «geschützte Marke». UCITS-Manager und -Verwahrstelle müssen zwingend in einem EU-Mitgliedstaat bewilligt werden,⁷⁴ und auch für den Vertrieb sind keine Drittstaaten-Passrechte vorgesehen. Obwohl sich der schweizerische Gesetzgeber in keinem anderen Bereich derart eng an der europäischen Regulierung orientiert hat,⁷⁵ bleibt der UCITS-Markt verschlossen:⁷⁶ Ein UCITS mit aussereuropäischem Bezug gilt nicht als UCITS, sondern als Alternativer Investmentfonds (AIF) mit entsprechender Regulierung (AIFMD).

b) Alternative Investmentfonds (AIF)

Die AIFMD reguliert schwergewichtig die alternativen Anlagenformen (AIF), die als Produkte nicht schon von der UCITSD erfasst sind.⁷⁷ Sie regelt einerseits die Verwaltung von AIF und andererseits deren

Vertrieb an professionelle Anleger.⁷⁸ Der Vertrieb an Privatkunden verbleibt in allen Fällen in der Kompetenz der Mitgliedstaaten.⁷⁹ Unter der AIFMD sind, wie erwähnt, zwei Äquivalenzverfahren vorgesehen. In keinem der beiden Verfahren wurden bislang Äquivalenzentscheide gefällt.

aa) Verwahrstellen

Beim ersten Verfahren geht es um die Bestellung von Verwahrstellen von AIF.⁸⁰ Bei einem EU-AIF muss die Verwahrstelle im Herkunftsstaat des AIF ihren Sitz haben.⁸¹ Bei Nicht-EU-AIF kann die Verwahrstelle im Drittland, in dem sich der AIF befindet, oder in einem Mitgliedstaat bestellt werden.⁸² Damit man die Verwahrstelle des Nicht-EU-AIF im Drittland bestellen kann, muss ein positiver Äquivalenzentscheid vorliegen, der unter anderem die wirksame aufsichtsrechtliche Regulierung der Verwahrstelle bestätigt.⁸³

Im Ergebnis führt dieses Äquivalenzverfahren zu einer Angleichung von Nicht-EU-AIF mit EU-AIF im Hinblick auf die Verwahrstelle, indem diese grundsätzlich im Herkunftsstaat des AIF ihren Sitz haben sollen. Wie bereits erwähnt, fehlen hier Äquivalenzentscheide seitens der EU-Kommission.⁸⁴

bb) Nicht-EU-AIFM

Beim zweiten Verfahren geht es um Passrechte für AIFM aus Drittstaaten. Allerdings gilt hier die Besonderheit, dass für die Verwaltung und den Vertrieb von AIF auch innerhalb der EU nur ein beschränkter Marktzugang besteht. Der Drittland-Pass ist zwar vorgesehen, aber seine Umsetzung soll – auch innerhalb der EU – stufenweise erfolgen. Im aktuell gelten-

⁷³ Siehe Art. 5 Abs. 1 UCITSD (Zulassung gilt für sämtliche Mitgliedstaaten), dazu etwa *Thomas Jutzi/Christoph Feuz*, MiFID II, AIFMD und UCITSD: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre, Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Vermögensverwalters kollektiver Kapitalanlagen, Jusletter 25. April 2016, 25.

⁷⁴ Art. 5, Art. 23 Abs. 1 UCITSD.

⁷⁵ Siehe dazu *Thomas Jutzi*, Der Einfluss des EU-Rechts auf das schweizerische Recht der kollektiven Kapitalanlagen, AJP 2015, 21.

⁷⁶ Siehe immerhin Ziff. 3 des MoU zwischen der Schweiz und Deutschland (Fn. 55), wonach der Vertrieb der schweizerischen Kapitalanlagen in Deutschland zugelassen ist.

⁷⁷ Anknüpfungspunkt für die Regulierung sind allerdings nicht die Produkte, sondern die Manager dieser Alternativen Investmentfonds, also die AIFM.

⁷⁸ Siehe Art. 31 Abs. 6 AIFMD. Siehe weiter Erw. 14, 59 AIFMD. Der Erwerb von AIF auf ausschliessliche Initiative des professionellen Anlegers ist vom Geltungsbereich der Richtlinie nicht erfasst, siehe Erw. 70 AIFMD. Diesbezüglich gilt derselbe Grundsatz wie unter Art. 42 MiFID II.

⁷⁹ Siehe Art. 43 und Erw. 71 AIFMD.

⁸⁰ Als Verwahrstellen sind in der AIFMD vorgesehen: Kreditinstitute (Depotbank), Wertpapierfirmen und von den Mitgliedstaaten bezeichnete Verwahrstellen unter Art. 23 Abs. 3 UCITS-RiL (UCITS IV), siehe Art. 21 Abs. 3 AIFMD. Art. 21 Abs. 5 lit. a AIFMD.

⁸¹ Art. 21 Abs. 5 lit. b AIFMD. Mögliche Mitgliedstaaten sind gemäss der genannten Bestimmung der Herkunftsmitgliedstaat des AIFM, der den AIF verwaltet, oder der Referenzmitgliedstaat des AIFM, der den AIF verwaltet.

⁸² Art. 21 Abs. 6 lit. b AIFMD. Für den Kommissionsentscheid siehe Art. 21 Abs. 6 letzter Unterabsatz AIFMD.

⁸³ *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

⁸⁴ *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

den ersten Schritt gilt der Drittland-Pass nur für EU-AIFM, die EU-AIF verwalten und/oder die EU-AIF an professionelle Kunden vertreiben. Will heissen: Ein EU-AIFM kann einen EU-AIF verwalten, der in einem anderen Mitgliedstaat seinen Sitz hat, und darüber hinaus kann ein EU-AIFM einen EU-AIF im gesamten Binnenmarkt vertreiben. Wenn hingegen ein EU-AIFM einen Nicht-EU-AIF vertreiben will,⁸⁵ gibt es hierfür keinen Pass; die Zulassung muss im einzelnen Mitgliedstaat beantragt werden (National Private Placement Regime).⁸⁶ Dasselbe mitgliedstaatliche Regime gilt auch für Nicht-EU-AIFM, die einen EU-AIF oder einen Nicht-EU-AIF vertreiben oder einen EU-AIF⁸⁷ verwalten wollen.

Erleichterungen soll das in Art. 67 AIFMD vorgesehene (Äquivalenz-)Verfahren schaffen. Stakeholder in diesem Verfahren sind einerseits Nicht-EU-AIFM, welche EU-AIF oder Nicht-EU-AIF in der EU vertreiben oder einen EU-AIF (grenzüberschreitend) verwalten wollen. Stakeholder sind aber auch EU-AIFM, die Nicht-EU-AIF in der EU vertreiben wollen. Insofern betrifft das Art. 67-Verfahren nicht nur Drittland-AIFM. Der erfolgreiche Verfahrensabschluss führt im Ergebnis zu einer Gleichbehandlung aller AIFM im Hinblick auf die Verwaltung und den Vertrieb von AIF, seien es nun EU-AIF oder Nicht-EU-AIF. Für AIFM aus Drittstaaten bedeutet dies: Sie können sowohl EU-AIF als auch Nicht-EU-AIF in der gesamten EU vertreiben,⁸⁸ und sie können EU-AIF aus verschiedenen Mitgliedstaaten (grenzüberschreitend) verwalten.⁸⁹

Mit Blick auf die Rechtspositionen, die das Art. 67-Verfahren vermittelt, werden den Drittland-

AIFM Passrechte gewährt.⁹⁰ Allerdings besteht insofern (im Vergleich zu EU-AIFM) eine Einschränkung, als Nicht-EU-AIFM in der EU einen gesetzlichen Vertreter bestellen müssen.⁹¹ Eine substituted compliance ist nicht vorgesehen; die Nicht-EU-AIFM müssen vollumfänglich den Anforderungen der AIFMD genügen.⁹²

Das Verfahren nach Art. 67 AIFMD ist noch immer pendent. Die ESMA hat im Juli 2015 und im September 2016 die Anwendung des Drittland-Passes für mehrere Länder empfohlen, darunter auch für die Schweiz.⁹³ Weitere Fortschritte im Verfahren wurden aber nicht erzielt. Im Dezember 2018 wurde eine Studie publiziert, die der Kommission als Grundlage für die Überprüfung der Anwendung der AIFMD dienen soll;⁹⁴ der erweiterte Drittland-Pass nimmt darin keine prominente Rolle ein.⁹⁵ Auch im Vorschlag der EU-Kommission zur Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Investmentfonds⁹⁶ werden ausschliesslich die Hindernisse beim innereuropäischen Vertrieb, namentlich die Vertriebsanfor-

⁸⁵ Beispiel: Französische Alternative Investmentfondsmanager verwalten einen AIF, der in den Caymans domiziliert ist.

⁸⁶ Art. 36 AIFMD. Siehe hierzu Dirk A. Zetzsche/Thomas Marte, The AIFMD's Cross-Border Dimension, Third-Country Rules and the Equivalence Concept, in: Dirk A. Zetzsche (Hrsg.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, 2. Aufl., Alphen aan den Rijn 2015, 452 ff.

⁸⁷ Die Frage nach der Verwaltung von Nicht-EU-AIF stellt sich nicht, weil die EU hierfür nicht kompetent ist (und die AIFMD diese Frage auch nicht extraterritorial regelt).

⁸⁸ Art. 67 Abs. 1 lit. b AIFMD, siehe auch Erw. 15 und 19 AIFMD.

⁸⁹ Art. 67 Abs. 1 lit. b AIFMD.

⁹⁰ Einzelheiten ergeben sich aus Art. 37 AIFMD, siehe dazu Dirk Zetzsche, Drittstaaten im Europäischen Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: Gregor Bachmann/Burkhard Breig (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität in Deutschland, Europa und Russland, Tübingen 2014, 104 ff.; Zetzsche/Marte, Cross-Border Dimension (Fn. 86), 460 ff.

⁹¹ Art. 37 Abs. 3 AIFMD. Der gesetzliche Vertreter muss seinen Sitz in dem Referenzmitgliedstaat haben und nicht im Herkunftsmitgliedstaat des EU-AIF.

⁹² Art. 67 Abs. 2 lit. b (ii) AIFMD. Für Ausnahmen bei einer Unvereinbarkeit mit zwingendem Recht des Herkunftsstaates siehe Art. 37 Abs. 8 lit. a (ii) AIFMD.

⁹³ Siehe ESMA, Advice 2015/1236, 30. Juli 2015; ESMA, Advice 2016/1140, 12. September 2016.

⁹⁴ Siehe Art. 69 AIFMD.

⁹⁵ Siehe FISMA, Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), 2016/105(02)/C, 10. Dezember 2018, 37 («Einige Befragte forderten die Einführung der Nicht-EU-Pässe und eine beträchtliche Zahl von Personen aus einer Reihe von Mitgliedstaaten forderte die Beibehaltung der nationalen Privatplatzierungsvorschriften auch dann, wenn die Nicht-EU-Pässe eingeführt werden.»).

⁹⁶ EU-Kommission, Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council on facilitating cross-border distribution of collective investment funds and amending Regulations (EU) No 345/2013 and (EU) No 346/2013, COM(2018) 110 final, 12. März 2018.

rungen der Mitgliedstaaten, angesprochen.⁹⁷ Dies alles deutet nicht darauf hin, dass in das – für die Schweizer Fondsbranche wichtige⁹⁸ – AIFMD-Verfahren bald substantielle Bewegung kommt.

5. Handelsplätze

Die EU-Regularien unterscheiden zwischen den regulierten Märkten (Börsen) einerseits und den multilateralen Handelssystemen (MTFs) und den organisierten Handelssystemen (OTFs) andererseits. MTFs und OTFs gelten unter MiFID II als Wertpapierdienstleister. Entsprechend richtet sich auch das Drittstaaten-Regime nach MiFIR/MiFID II.⁹⁹ Für die regulierten Handelsplätze sind mehrere Äquivalenzverfahren vorgesehen. Zwei davon beinhalten indirekte Passrechte. Die Schweiz hat im Hinblick auf einen dieser Entscheide die Anerkennung als äquivalenter Handelsplatz für den Handel mit Aktien erhalten (Börsenäquivalenz), allerdings ist diese Anerkennung zeitlich befristet.

a) Handelsplatz für Aktien- und Derivathandel

Unter MiFIR müssen Wertpapierfirmen sicherstellen, dass ihre Handelsgeschäfte mit Aktien, die regelmässig gehandelt werden, entweder an einem regulierten Markt in der EU oder an einem äquivalenten Drittlandmarkt getätigt werden.¹⁰⁰ Die Regelung richtet sich an EU-Akteure, im Ergebnis schliesst sie aber die Drittland-Börsen als Dienstleister für Handelsgeschäfte aus, sofern keine Äquivalenzentscheidung ergeht.¹⁰¹ Umgekehrt ermöglicht der Äquivalenzentscheid den Drittland-Börsen die Dienstleistungserbringung gegenüber Wertpapierfirmen in der gesamten EU. Insofern vermittelt er ein indirektes Passrecht. Die Börsen (SIX Swiss Exchange AG und BX

Swiss AG) haben bekanntlich die Börsenäquivalenz lediglich befristet erhalten,¹⁰² die Kommission macht die Verlängerung von den Fortschritten beim Rahmenabkommen abhängig.¹⁰³ Die Börsenäquivalenz ist für die Schweizer Handelsplätze von zentraler Bedeutung, weil ein substantieller Teil des Handels durch Aufträge aus der EU generiert wird.¹⁰⁴

MiFIR enthält eine weitere Handelspflicht, welche die Börsen betrifft, nämlich diejenige für (qualifizierte) Derivate.¹⁰⁵ Auch hier gilt, dass die betroffenen Gegenparteien diese Geschäfte nur über geregelte Märkte, MTF, OTF oder äquivalente Drittlandhandelsplätze abschliessen dürfen.¹⁰⁶ Der Äquivalenzentscheid bedeutet hier gleich wie bei der Handelspflicht für Aktien, dass Drittlandhandelsplätze im Ergebnis ihre Dienstleistungen für die betroffenen Gegenparteien erbringen können und insofern indirekte Passrechte innehaben. In diesem Bereich verfügen bislang nur die USA über einen Äquivalenzentscheid.¹⁰⁷ Das erstaunt nicht: Gemäss der einschlägigen Kommissionsverordnung betrifft die Handelspflicht gewisse Gruppen von Zinsswaps und Kreditausfallswaps in Euro, USD und GDP.¹⁰⁸ Wie die Kommission in ihrem Äquivalenzbeschluss anmerkt, werden in den USA grosse Mengen auf Dollar lautende Swaps gehandelt, weshalb EU-Unternehmen unbedingt Zugang zu diesen Plattformen erhalten sollten.¹⁰⁹ Die MiFIR-Handelspflicht für Derivate betrifft aber nicht das Geschäftsmodell der Schweizer Börsen, weshalb sich ein Äquivalenzverfahren nicht aufdrängt.

⁹⁷ Die Änderungen zielen denn auch hauptsächlich auf die Vereinheitlichung der Marketing-Anforderungen, siehe *EU-Kommission*, Proposal (Fn. 96), Art. 2.

⁹⁸ Siehe zu dieser Einschätzung *SBVg*, Positionspapier Äquivalenzverfahren, Februar 2018, 2 f.

⁹⁹ Einschlägig ist Art. 47 MiFIR. Die Frage nach der Errichtung einer Zweigniederlassung wird sich in diesem Kontext nicht stellen, ebenso wenig die Beschränkung der Dienstleistungsempfänger auf professionelle Kunden.

¹⁰⁰ Art. 23 Abs. 1 MiFIR. Die Bestimmung spricht von einem «geregelten Markt oder gegebenenfalls im Rahmen eines MTF, OTF oder systematischen Internalisierers.»

¹⁰¹ Rechtsgrundlage für die Äquivalenzentscheidung ist Art. 25 Abs. 4 lit. a Unterabsatz 4 MiFID II.

¹⁰² *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 vom 21. Dezember 2017; *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2018/2047 vom 20. Dezember 2018 (Geltung bis 30. Juni 2019).

¹⁰³ So ausdrücklich bereits *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 vom 21. Dezember 2017, Erw. 30.

¹⁰⁴ Siehe etwa *NZZ*, Worum es bei der EU-Gleichwertigkeit geht – und was für die Börse auf dem Spiel steht, 19. Dezember 2017, wonach gut die Hälfte der Aufträge für an der SIX gehandelte Blue-Chip-Wertpapiere (Gesamtvolumen rund CHF 850 Mrd.) aus dem EU-Raum stammt (Zahlen von 2017).

¹⁰⁵ Art. 28 Abs. 4 MiFIR.

¹⁰⁶ Art. 28 Abs. 1 MiFIR i.V.m. Art. 32 MiFIR.

¹⁰⁷ Siehe *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹⁰⁸ Delegierte Verordnung (EU) 2017/2417 vom 17. November 2017; siehe auch die überschaubare Liste der handelspflichtigen Derivate bei *ESMA*, Public Register for the Trading Obligation for derivatives under MiFIR, ESMA70-156-300, 16. Januar 2018.

¹⁰⁹ Siehe *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2238 vom 5. Dezember 2017, Erw. 5.

Ein weiteres Verfahren mit Börsenbezug ist die äquivalenzbedingte Anerkennung als regulierter Handelsplatz gemäss Art. 2a EMIR.¹¹⁰ Hintergrund dieses Verfahrens ist, dass Derivate, die an geregelten (oder als äquivalent anerkannten) Märkten gehandelt werden, als börsengehandelte Derivate gelten (Exchange Traded Derivatives ETD).¹¹¹ Ohne Äquivalenzanerkennung gelten die ETD als ausserbörsliche Derivatkontrakte (OTC);¹¹² sie unterliegen dann allen für OTC-Geschäfte geltenden Anforderungen nach EMIR (insb. Clearing).¹¹³ Die Schweiz verfügt, im Gegensatz zu anderen Ländern, über keinen Äquivalenzentscheid.¹¹⁴ Er erscheint bei den aktuellen Geschäftsmodellen der Schweizer Börsen auch nicht zwingend notwendig, weil die dort gehandelten Produkte nicht der Clearingpflicht gemäss EMIR unterliegen.¹¹⁵

b) Weitere Äquivalenzverfahren

Ein weiteres Verfahren betrifft die Anerkennung der Börsen im Hinblick auf den gleichberechtigten Zugang zu EU-CCPs sowie zu Benchmark-Informationswerten und -lizenzen unter MiFIR.¹¹⁶ Bislang gibt es hier keinen Äquivalenzentscheid. Für die Schweiz könnte dies weitere Geschäftsfelder eröffnen; von existentieller Bedeutung dürfte dieses Verfahren aber nicht sein.

Dasselbe gilt für das Äquivalenzverfahren unter der CRR.¹¹⁷ EU-Kreditinstitute können bislang mangels eines entsprechenden Äquivalenzentscheids Kredite an Schweizer Börsen für Zwecke des regulatorischen Kapitals nicht gleich gewichten wie entsprechende Kredite an europäischen Börsen. Im Gegensatz zu anderen Ländern fehlt für die Schweiz der Äquivalenzentscheid.¹¹⁸ Wie bereits im Zusammenhang mit den Wertpapierdienstleistungen erwähnt,

besteht hier für die Schweiz ein Äquivalenzpotential. Gleichzeitig dürfte aber die fehlende Äquivalenz in diesem Bereich für die Schweizer Börsen nicht allzu stark ins Gewicht fallen.

6. Weitere Infrastrukturbereiche

Von den Äquivalenzverfahren sind noch weitere Geschäftsmodelle bzw. Akteure betroffen:

a) Clearingdienste (zentrale Gegenparteien)

EMIR sieht eine Reihe von Äquivalenzverfahren vor, welche die zentralen Gegenparteien aus Drittändern betreffen. Ein Verfahren beinhaltet Passrechte; die Schweiz hat dieses Verfahren erfolgreich durchlaufen. Weitere Entscheide wirken auf der Ebene der substituted compliance und der Gleichbehandlung (ohne Passrechte).

Die EMIR-Passrechte erlauben es Drittland-CCPs, Clearingdienste für in der Union ansässige Clearingmitglieder oder Handelsplätze zu erbringen. Die Schweiz verfügt über den entsprechenden Äquivalenzentscheid, die SIX x-clear AG kann diese Dienste also anbieten bzw. die Marktteilnehmer können die SIX x-clear für das Clearing von standardisierten OTC-Derivaten gemäss EMIR nutzen, was zweifellos für die SIX x-clear ein wichtiger Meilenstein ist.¹¹⁹ Das geltende Regime wird voraussichtlich durch EMIR 2.2 ersetzt. Während für kleinere Drittstaaten-CCPs das alte und das neue Regime vergleichbar sein werden, zeichnen sich für systemisch relevante CCPs (Tier 2 CCPs) deutlich strengere Voraussetzungen ab.¹²⁰ Die SIX x-clear dürfte aber nicht zu den systemisch relevanten CCPs zählen.

Ein weiteres Äquivalenzverfahren unter MiFIR wurde bereits im Zusammenhang mit den Drittland-Handelsplätzen erwähnt, es geht um den gleichberechtigten Zugang von Drittland-CCPs zu Benchmark-Informationswerten und -lizenzen und den Zugang

¹¹⁰ Länder mit Äquivalenzentscheid: Australien, Kanada, Japan, Singapur, USA.

¹¹¹ Art. 2 Abs. 1 Nr. 32 MiFIR.

¹¹² Siehe Art. 2 Nr. 7 und Art. 2a EMIR.

¹¹³ Siehe Art. 2a, 13, 25 und Art. 75 EMIR.

¹¹⁴ Siehe *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7). Äquivalenzentscheide zugunsten Australien, Kanada, Japan, Singapur, USA.

¹¹⁵ Allerdings hat die BX Swiss den Einstieg in den Derivathandel angekündigt (siehe NZZ, Ruhe vor dem Sturm an der BX, 28. Januar 2019), was aber nicht bedeutet, dass dort EMIR-relevante Derivate gehandelt werden.

¹¹⁶ Art. 38 Abs. 3 MiFIR.

¹¹⁷ Art. 107 Abs. 4 CRR.

¹¹⁸ *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹¹⁹ Art. 25 Abs. 6 EMIR. Siehe dazu *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2015/2042 vom 13. November 2015.

¹²⁰ Siehe dazu den vorläufigen Kompromisstext der Ratspräsidentschaft vom 25. Oktober 2018 (Ratsdokument 13539/18). Stichworte: Erfüllung der Anforderungen nach EU-Recht (keine substituted compliance), Zentralkonto bei der EZB, Unterstellung unter EZB in Krisenzeiten, jederzeitiger Zugang der ESMA, im Einzelfall Sitzverlegung in die EU.

zu den Handelsdaten von Handelsplätzen,¹²¹ was im Hinblick auf künftige Geschäftsmodelle attraktiv sein könnte, aber nicht von existentieller Bedeutung ist.

b) Zentralverwahrung

Der Äquivalenzentscheid gemäss der Zentralverwahrungsverordnung (CSDR) führt zur Anerkennung des Drittland-Zentralverwahrers in der EU; er kann in diesem Fall seine Dienstleistungen im gesamten Binnenmarkt erbringen, entweder grenzüberschreitend oder durch Gründung einer Niederlassung.¹²² Das Äquivalenzverfahren der CSDR enthält also Passrechte für Drittländer, und zwar solche mit einer teilweisen substituted compliance.¹²³ Für diesen Bereich wurden noch keine Äquivalenzverfahren geführt. Insofern ist auch der Äquivalenzentscheid zur Anerkennung der SIX SIS als Zentralverwahrer offen. Diesbezüglich wird darauf hingewiesen, dass die SIX SIS auch die Zentralverwahrerin für den Finanzplatz Liechtenstein ist und sie diese Dienstleistung ohne Äquivalenzentscheid nicht mehr erbringen kann.¹²⁴ Die fehlende Äquivalenz verhindert hier also nicht nur ein künftiges Geschäftsmodell, sondern schränkt das bestehende Geschäftsmodell ein.

c) Transaktionsregister

Transaktionsregister sind Gegenstand von zwei Äquivalenzverfahren, die beide ein Passrecht in Kombination mit einer substituted compliance beinhalten. Bislang ist für diesen Bereich noch kein Äquivalenzentscheid ergangen.¹²⁵

Inhaltlich geht es im ersten Verfahren darum, dass Transaktionsregister aus Drittländern (namentlich das Trade Repository von SIX Securities) als Meldestellen für die meldepflichtigen Derivatkontrakte

unter EMIR dienen können.¹²⁶ Parallel dazu können äquivalent regulierte Drittland-Transaktionsregister unter der SFTR als Register für EU-Gegenparteien dienen.¹²⁷ Inhaltlich kann unter der SFTR eine Transaktion zwischen einer EU- und einer Drittland-Gegenpartei nach dem Recht des äquivalent bewerteten Drittlands erfolgen.¹²⁸

Für das Schweizer Transaktionsregister wäre dieser zusätzliche Markt sicherlich attraktiv. Wiederum gilt aber, dass die fehlende Äquivalenz verkraftbar erscheint.

d) Benchmarkadministration

Zwei Äquivalenzverfahren mit Passrechten sind in der Benchmarkverordnung vorgesehen. In der EU dürfen Benchmarks von beaufsichtigten Unternehmen nur verwendet werden, wenn sie von einem registrierten EU-Administrator bereitgestellt werden, oder wenn der Benchmark im einschlägigen Register eingetragen ist.¹²⁹ Der Äquivalenzbeschluss ermöglicht die generelle Eintragung von Drittland-Administratoren in das Register¹³⁰ oder die Eintragung von bestimmten Administratoren oder bestimmten Referenzwerten.¹³¹

Der Bundesrat hat nach Konsultationen mit der Branche im März 2016 entschieden, auf eine Regulierung im Bereich der Benchmarks zu verzichten.¹³² Entsprechend hat er bewusst auf eine gleichwertige Regulierung verzichtet, die Voraussetzung für einen entsprechenden Äquivalenzentscheid ist. Anzumerken ist, dass bislang kein Entscheid unter der Benchmarkverordnung ergangen ist.¹³³

e) Market-Maker

Ein weiteres Äquivalenzverfahren enthält die Leerverkaufsverordnung (SSR). Die SSR sieht sowohl bei den Verbotsregelungen über ungedeckte Leerverkäu-

¹²¹ Art. 38 Abs. 3 MiFIR.

¹²² Art. 25 Abs. 1 CSDR, Äquivalenzbeschluss unter Art. 25 Abs. 9 CSDR. Die Dienstleistungen sind im Anhang zur CSDR aufgelistet; sie umfassen unter anderem notarielle Dienstleistungen, zentrale Kontoführung, Abwicklungsdienstleistungen.

¹²³ Art. 25 Abs. 1 CSDR. Drittland-Zentralverwahrer müssen die Anforderungen des betreffenden Drittlands jederzeit erfüllen (Art. 25 Abs. 4 lit. b CSDR). Sie müssen sich aber an die Verfahrensvorschriften der CSDR halten, siehe Art. 25 Abs. 2 CSDR. Insofern zählt nicht nur das Drittland-Regime.

¹²⁴ Siehe SBVg, Positionspapier (Fn. 98), 3.

¹²⁵ Siehe EU-Kommission, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹²⁶ Art. 75 Abs. 1 EMIR; Wirkung der Anerkennung in Art. 77 EMIR.

¹²⁷ Siehe Art. 19 Abs. 1 SFTR. Die Verordnung verlangt unter anderem die Meldung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften an ein Transaktionsregister, siehe Art. 4 SFTR.

¹²⁸ Art. 21 Abs. 2 SFTR.

¹²⁹ Art. 29 Abs. 1 BenchmarkVO.

¹³⁰ Art. 30 Abs. 2 BenchmarkVO.

¹³¹ Art. 30 Abs. 3 BenchmarkVO.

¹³² Bundesrat, Medienmitteilung, Derzeit kein Bedarf für Benchmark-Regulierung, 4. März 2016.

¹³³ EU-Kommission, Equivalence Decisions (Fn. 7).

fe als auch bei den Transparenzanforderungen für Netto-Leerverkaufspositionen Ausnahmen für Market-Maker vor.¹³⁴ Ein Äquivalenzentscheid führt zur Ausdehnung dieser Ausnahmen für Market-Maker aus Drittländern (Gleichbehandlung).¹³⁵

Bislang ist unter der SSR noch kein Äquivalenzentscheid ergangen.¹³⁶ Nachdem in der E-FinfraV die Regulierung der Leerverkäufe den Handelsplätzen überlassen wird,¹³⁷ ist davon auszugehen, dass man auf die Äquivalenz in diesem Bereich bewusst verzichtet hat.

7. Parteien bei Derivatkontrakten

EMIR und MiFIR sehen Äquivalenzverfahren in Gestalt einer substituted compliance im Zusammenhang mit den Pflichten von Parteien bei Derivatkontrakten vor. Die Schweiz verfügt in keinem der beiden Verfahren über eine Äquivalenzanerkennung.

Bei EMIR können Marktteilnehmer¹³⁸ gestützt auf Art. 13 Abs. 2 EMIR die zentralen EMIR-Pflichten (Clearing, Meldung, Risikominderungstechniken) nach dem Recht des Drittlands erfüllen, falls mindestens eine der Gegenparteien im betreffenden Drittstaat niedergelassen ist.¹³⁹ EMIR sieht zudem die Befreiung von den Clearingpflichten bei gruppeninternen Derivatkontrakten vor.¹⁴⁰ Davon sind auch Gegenparteien in Drittstaaten betroffen. Allerdings obliegt die Entscheidung über die Befreiung der Aufsichtsbehörde in demjenigen Mitgliedstaat, in dem die andere Gegenpartei ansässig ist.¹⁴¹ Es handelt sich also nicht um ein EU-Äquivalenzverfahren.¹⁴² Unter Art. 13 Abs. 2 EMIR verfügen lediglich die USA über eine Äquivalenzanerkennung, diese gilt allerdings

nur für die Risikominderungstechniken bzw. die Besicherungspflichten.¹⁴³ Für Schweizer Gegenparteien wäre die äquivalenzbedingte substituted compliance zweifellos attraktiv.¹⁴⁴ Eine existenzbedrohende Auflage liegt in der Pflichterfüllung nach EMIR jedoch nicht.

Parallel zu Art. 13 Abs. 2 EMIR sieht Art. 33 Abs. 2 MiFIR eine substituted compliance für Derivatkontrakte vor, die der MiFIR unterstehen,¹⁴⁵ wobei es namentlich um die Clearingpflicht und deren Modalitäten geht.¹⁴⁶ Hier gibt es noch keine Äquivalenzentscheide. Für die Schweiz wurde bereits im Zusammenhang mit der MiFIR-Handelspflicht für Derivate festgehalten, dass diese Kontrakte nicht das Geschäftsmodell der Schweizer Börsen betreffen;¹⁴⁷ insofern gibt es auch keine entsprechende Regulierung, für die man eine substituted compliance verlangen könnte. Bei Lichte betrachtet geht es aus der Sicht eines Schweizer Marktteilnehmers beim Handel mit den MiFIR-Derivaten von vornherein nur um Transaktionen mit EU-Gegenparteien an (wenigen) europäischen Handelsplätzen, wo diese gehandelt werden.¹⁴⁸ Dass dort die europäischen Vorgaben gelten, versteht sich von selbst. Relevant ist das Äquivalenzverfahren höchstens für EU-Parteien, die am einzigen von der EU als äquivalent anerkannten Markt, nämlich den USA,¹⁴⁹ solche MiFIR-(Swap-)Geschäfte abschliessen, für den Fall, dass dort andere Pflichten gelten würden.

8. Rating-Agenturen

Das Äquivalenzverfahren der Ratingverordnung betrifft die aufsichtsrechtliche Verwendung von Ratings von Rating-Agenturen aus Drittländern. Diese Agenturen können im Falle eines positiven Äquiva-

¹³⁴ Art. 17 Abs. 1 SSR.

¹³⁵ Art. 17 Abs. 2 SSR.

¹³⁶ Siehe *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹³⁷ Art. 30 E-FinfraV.

¹³⁸ Betroffen von diesen Pflichten sind finanzielle Gegenparteien (im Wesentlichen: Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, siehe Art. 2 Nr. 8 EMIR), nicht finanzielle Gegenparteien (Unternehmen, siehe Art. 2 Nr. 9 EMIR) und zentrale Gegenparteien (Art. 2 Nr. 1 EMIR). Für Letztere gilt nur die Meldepflicht.

¹³⁹ Art. 13 Abs. 2 EMIR. Eingehend zum Äquivalenzbeschluss nach Art. 13 EMIR *Zetzsche*, Drittstaaten (Fn. 90), 118 ff.

¹⁴⁰ Siehe Art. 3, Art. 11 Abs. 6–11 EMIR.

¹⁴¹ Art. 11 Abs. 8 und 9 EMIR.

¹⁴² Zudem gelten in diesem Bereich noch Übergangsfristen, siehe Art. 36 Abs. 2 (EU) Nr. 2016/2251 (Interimslösung für Drittstaaten).

¹⁴³ Siehe den dazugehörigen Beschluss: *EU-Kommission*, Durchführungsbeschluss (EU) 2017/1857 vom 13. Oktober 2017.

¹⁴⁴ Siehe *SBVg*, Positionspapier (Fn. 98), 3.

¹⁴⁵ Siehe Art. 28 i.V.m. Art. 32 MiFIR.

¹⁴⁶ Art. 29 Abs. 1 und 2 MiFIR.

¹⁴⁷ Siehe oben IV.5 (Handelsplätze).

¹⁴⁸ Siehe die Liste der europäischen Handelsplätze, wo MiFIR-Derivate gehandelt werden: *ESMA*, Public Register for the Trading Obligation for derivatives under MiFIR, ESMA70-156-300, 16. Januar 2018. Auffallend ist, dass die grosse Mehrheit der Handelsplätze im UK liegt und somit «Brexit-relevant» ist.

¹⁴⁹ Siehe oben IV.5 (Handelsplätze).

lenzentscheids aufsichtsrechtlich relevante Ratings für Drittland-Unternehmen und Drittland-Finanzinstrumente abgeben. Die Ratingverordnung gewährt also Passrechte auf der Grundlage einer substituted compliance.¹⁵⁰ Allerdings dürfen die Rating-Agenturen aus dem Drittland nicht für ein oder mehrere Mitgliedstaaten systemrelevant sein.¹⁵¹

Für die Schweiz wurde bislang kein Äquivalenzentscheid getroffen.¹⁵² Das dürfte zu verschmerzen sein: Keine der grossen Rating-Agenturen hat ihren Hauptsitz in der Schweiz. Relevant ist die Äquivalenz vor allem für die USA, wobei auch andere Länder über eine Anerkennung verfügen.¹⁵³

9. Prospekte

Die Prospektverordnung, welche die Prospektrichtlinie ersetzt,¹⁵⁴ gewährt im Falle der Äquivalenz den Drittland-Emittenten die Möglichkeit, die Prospektpflichten nach dem Recht des Sitzlandes vorzunehmen (substituted compliance).¹⁵⁵ Aktuell sind hier noch keine Äquivalenzentscheide ergangen, wobei die Verordnung erst noch vollständig in Kraft treten muss.¹⁵⁶ Für die Schweiz wird dieses Äquivalenzverfahren nicht relevant werden.¹⁵⁷ Nachdem im FIDLEG die Grundlagen für die Erstellung eines Prospekts nach ausländischen Vorschriften geschaffen

wurden,¹⁵⁸ können Schweizer Emittenten aller Voraussicht nach den Prospekt nach den EU-Vorgaben erstellen, womit sich die Frage nach der Gleichwertigkeit aus EU-Sicht nicht stellen wird.

10. Reporting und Abschlussprüfung

Zahlreiche Äquivalenzverfahren betreffen Drittland-Unternehmen, die sich auf dem EU-Markt kapitalisieren. Häufig haben diese Unternehmen den Marktzutritt bereits hinter sich, weil sie zum Beispiel an einer EU-Börse kotiert sind oder weil ihre Wertschriften auf eine andere Weise regelmässig in der EU gehandelt werden (über ein MTF oder OTF).¹⁵⁹ In anderen Fällen liegt der Marktzutritt im öffentlichen Angebot von Wertpapieren mit Hilfe eines Prospekts.¹⁶⁰ Die Äquivalenzverfahren haben in diesen Fällen regelmässig eine substituted compliance zum Gegenstand; man erlaubt diesen Unternehmen die Pflichterfüllung nach dem Recht ihres Sitzstaates.

a) Reporting

Die meisten Äquivalenzverfahren betreffen Reportingpflichten. So sieht etwa die Transparenzrichtlinie vor, dass Wertpapieremittenten aus Drittländern von der Pflicht befreit werden können, ihre konsolidierten Abschlüsse nach IFRS-Standards zu erstellen. Sie können stattdessen die nationalen Generally Accepted Accounting Standards (GAAP) verwenden, sofern die GAAP des Drittlandes als mit den IFRS gleichwertig bewertet werden.¹⁶¹ Ein Äquivalenzentscheid ist

¹⁵⁰ Art. 5 Abs. 6 CRAR.

¹⁵¹ Zu den Bedingungen für die Anerkennung siehe Art. 4 Abs. 3 CRAR.

¹⁵² Siehe *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹⁵³ Es handelt sich – neben den USA – um Argentinien, Australien, Brasilien, Kanada, Hong Kong, Japan, Mexiko und Singapur.

¹⁵⁴ Die ProspektRiL wird per 21. Juli 2019 (vollständig) aufgehoben, siehe Art. 49 ProspektVO. Für die Äquivalenz unter der ProspektRiL siehe Art. 7 Abs. 1 (geändert durch RiL 2010/73/EU) und Art. 20 ProspektRiL. Zur materiellen und formellen Komponente der Gleichwertigkeit nach der ProspektRiL siehe *Zetzsche*, Drittstaaten (Fn. 90), 96 ff.

¹⁵⁵ Art. 29 Abs. 3 ProspektVO. Es handelt sich um eine «Kann-Bestimmung» der Mitgliedstaaten; diese sind also nicht verpflichtet, Prospekte nach Drittstaatenrecht zuzulassen, siehe Art. 29 Abs. 1 ProspektVO.

¹⁵⁶ Die massgeblichen Teile der Verordnung treten am 21. Juli 2019 in Kraft, siehe Art. 49 ProspektVO. Äquivalenzentscheide unter der ProspektRiL: Kanada, China, Japan, Südkorea, USA.

¹⁵⁷ Aktuell handelt es sich noch um zwei Verfahren, da in der Kommissionsliste auch noch die Prospektrichtlinie aufgeführt wird.

¹⁵⁸ Siehe Art. 54 FIDLEG und Art. 70 VE-FIDLEV. Soweit der Prospekt nach internationalen Standards erstellt und die Informationspflichten dem schweizerischen Recht gleichwertig sind, kann die Prüfgesellschaft für Prospekte, die nach bestimmten Rechtsordnungen genehmigt wurde, vorsehen, dass sie auch in der Schweiz als genehmigt gelten.

¹⁵⁹ Anknüpfungspunkt für die meisten Regelungen ist die Tatsache, dass die Wertpapiere der Drittlandfirmen zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind oder dass sie über einen MTF oder OTF gehandelt werden. Für die Definition siehe MiFID II, Art. 4 Nr. 21 (geregelter Markt), Art. 4 Nr. 22 (multilaterales Handelssystem), Art. 4 Nr. 23 (organisiertes Handelssystem).

¹⁶⁰ Die ProspektVO ist anwendbar, wenn Wertpapiere öffentlich angeboten oder sie zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, siehe Art. 3 ProspektVO.

¹⁶¹ Art. 23 Abs. 4 Unterabsatz 3 TransparenzRiL. Die Kommission kann in diesem Zusammenhang auch eine Übergangsfrist gewähren, siehe Art. 23 Abs. 4 Unterabsatz 3 a.E. TransparenzRiL.

auch im Hinblick auf die weiteren Informationsanforderungen der Richtlinie vorgesehen.¹⁶² Die Schweiz verfügt in keinem der drei vorgesehenen Verfahren über einen Äquivalenzentscheid.¹⁶³ Das ist auch nicht notwendig, denn in der Schweiz gilt der IFRS als Standard.

Zur substituted compliance führt auch der Äquivalenzentscheid in der Bilanzrichtlinie. Sie erlaubt, dass das Länderreporting über Zahlungen an (fremde) Regierungen durch Unternehmen aus der mineralgewinnenden Industrie und des Holzeinschlags in Primärwäldern¹⁶⁴ nach dem äquivalenten Recht des Herkunftsstaates vorgenommen wird.¹⁶⁵ Der einzige Staat mit einem Äquivalenzentscheid ist Kanada.¹⁶⁶ Für die Schweiz und ihre Emittenten steht dieses Verfahren nicht im Vordergrund.¹⁶⁷

b) Prüfung

Für Drittland-Emittenten bestehen sodann unter der EU-Abschlussprüfungsrichtlinie vier Äquivalenzverfahren, die sie zwar nicht direkt betreffen, wohl aber ihre Prüfgesellschaften. Diese können im Falle eines positiven Äquivalenzentscheids den Jahresabschluss bzw. den konsolidierten Abschluss des Drittland-Emittenten prüfen (Bestätigungsvermerk), ohne sich dem mitgliedstaatlichen Aufsichtssystem, Qualitätssicherungssystem und den Untersuchungen und Sanktionen zu unterwerfen.¹⁶⁸ Aus der Sicht der Prüfgesellschaften sind mit dem Äquivalenzentscheid Passrechte verbunden, die im Hinblick auf die Prüfstandards übergangsweise eine substituted compli-

ance vorsehen.¹⁶⁹ Aus der Sicht des Drittland-Emittenten liegt darin primär eine Gleichbehandlung mit den Emittenten aus EU-Mitgliedstaaten, die sich ebenfalls von den Prüfgesellschaften ihres Herkunftsstaates prüfen lassen können.¹⁷⁰

Die Schweiz verfügt über einen positiven Äquivalenzentscheid der EU-Kommission, die Schweizer Prüfgesellschaften dürfen also in der EU aktiv werden.¹⁷¹ Bei den zwei verbleibenden Verfahren unter der Abschlussprüfungsrichtlinie geht es um Übergangsregeln für die Anerkennung von Drittstaaten-Prüfgesellschaften,¹⁷² beide Verfahren sind für die Schweiz – da sie ja über die Anerkennung verfügt – nicht relevant.

Der letzte Äquivalenzentscheid gemäss Abschlussprüfungsrichtlinie betrifft ein Nebenskapitel des Prüfwesens: Es geht um die Weitergabe von Dokumenten und Berichten an die zuständigen Behörden von Drittländern, sofern deren Tätigkeit und Tätigkeitsrahmen als äquivalent bewertet wird.¹⁷³ Auch hier hat die EU-Kommission für die Schweiz einen positiven Äquivalenzentscheid gefällt.¹⁷⁴

¹⁶² Art. 23 Abs. 4 (ii) TransparenzRiL.

¹⁶³ Siehe *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹⁶⁴ Verpflichtet sind grosse Unternehmen (Art. 3 Abs. 4 BilanzRiL) und Unternehmen von öffentlichem Interesse (Art. 2 Abs. 1 BilanzRiL, unter anderem Publikumsgesellschaften). Es geht bei diesen Reportingpflichten um die internationale Transparenz von Zahlungen an die Regierung derjenigen (Entwicklungs-)Länder, in denen diese Unternehmen tätig sind.

¹⁶⁵ Art. 46 BilanzRiL.

¹⁶⁶ *EU-Kommission*, Equivalence Decisions (Fn. 7).

¹⁶⁷ Siehe aber immerhin Art. 964a ff. E-OR (BBl 2017, 738 ff.): Die diesbezüglichen Reporting-Pflichten wurden in die Aktienrechtsrevision aufgenommen.

¹⁶⁸ Art. 46 Abs. 2 AbschlussprüfungsRiL. Es handelt sich um eine «Kann-Bestimmung» für die Mitgliedstaaten, siehe Art. 46 Abs. 1 AbschlussprüfungsRiL.

¹⁶⁹ Anerkennung der Prüfgesellschaft, wenn sie die Prüfung nicht nach IFRS, sondern nach von der Kommission als äquivalent beurteilte Standards vornimmt, siehe Art. 45 Abs. 5 lit. d (Freistellung) i.V.m. Art. 45 Abs. 6 (Gleichwertigkeitsbeschluss) AbschlussprüfungsRiL. Hier gibt es zurzeit keine Äquivalenzentscheide.

¹⁷⁰ Art. 3a AbschlussprüfungsRiL.

¹⁷¹ *EU-Kommission*, Beschluss 2006/43/EG (Aktenzeichen K(2010) 590) vom 5. Februar 2010.

¹⁷² Erste Übergangsbestimmung für die Anerkennung der Prüfgesellschaft: Prüfung nicht nach IFRS, sondern nach von der Kommission als äquivalent beurteilte Standards, siehe Art. 45 Abs. 5 lit. d (Freistellung) i.V.m. Art. 45 Abs. 6 (Gleichwertigkeitsbeschluss) Abschlussprüfungs RiL. Zweite Übergangsbestimmung: Bei einem negativen Entscheid der Kommission über die Äquivalenz des Drittlandregimes können Prüfgesellschaften ihre Tätigkeit während eines Übergangsregimes weiterführen, siehe Art. 46 Abs. 2 AbschlussprüfungsRiL.

¹⁷³ Art. 47 Abs. 3 AbschlussprüfungsRiL.

¹⁷⁴ *EU-Kommission*, Beschluss 2011/30/EU (Aktenzeichen K(2011) 117) vom 19. Januar 2011.

V. Äquivalenzverfahren aus Schweizer Sicht

Fasst man die vorstehenden Ergebnisse zusammen, so ergibt sich mit Blick auf die Äquivalenzverfahren der EU aus Schweizer Sicht Folgendes:

1. Bestehende Äquivalenzentscheide

Die Schweiz hat 15 Äquivalenzverfahren erfolgreich abgeschlossen. Der «Äquivalenz-Champion» unter den Stakeholdern ist die Schweizerische Nationalbank; sie kommt auf vier von fünf möglichen Entscheidungen,¹⁷⁵ wobei im Hinblick auf das fünfte Verfahren (Wertschriftenfinanzierung) noch kein Land über einen positiven Äquivalenzentscheid verfügt. Sodann haben unter der Kapitaladäquanzverordnung (CRR) die Eidgenossenschaft sowie die Kantone und Gemeinden und anderen öffentlichen Einrichtungen das Äquivalenzsiegel erhalten (drei Verfahren). Unter der Solvency II besteht sodann die Anerkennung der FINMA als zuständige Drittlandbehörde für die konsolidierte Aufsicht von Schweizer Versicherungskonzernen mit EU-Tochtergesellschaften, und unter der AbschlussprüfungsRiL erhält sie von den EU-Behörden gewisse Daten. Diese Aufzählung zeigt: *9 der 15 erfolgreich abgeschlossenen Äquivalenzverfahren entfallen auf schweizerische Hoheitsträger. Passrechte sind damit nicht verbunden.*

Erfolgreich waren auch die Äquivalenzverfahren, welche die Kreditinstitute indirekt betreffen; von den unter der CRR vorgesehenen zwei Entscheidungen (Standardansatz und IRB-Ansatz) werden Schweizer Kreditinstitute durchweg gleich behandelt wie EU-Institute. Auch bei diesen zwei Verfahren werden keine Passrechte vergeben.

Erfolgsgekrönt waren die Verfahren im Versicherungssektor, mit drei von drei möglichen Äquivalenzentscheiden unter Solvency II. Ihre Wirkung beschränkt sich allerdings auf die Gleichbehandlung (Rückversicherungsverträge) und auf die substituted compliance (CH-Tochter von EU-Versicherungskonzern; Anerkennung der FINMA als Home Supervisor). Mit diesen Verfahren sind keine Passrechte verbunden.

¹⁷⁵ Freistellung unter EMIR (Art. 1 Abs. 6), MiFIR (Art. 1 Abs. 9), MAR (Art. 6 Abs. 5), Sonderstatus unter der CRR (Art. 114 Abs. 7).

Passrechte bestehen immerhin bei der Börsenäquivalenz und bei der Anerkennung der zentralen Gegenpartei (SIX x-clear). Beide Verfahren sind wichtig, allerdings hängt über der Börsenäquivalenz das Damoklesschwert der Befristung.

Schliesslich gibt es noch ein Passrecht im Prüfbereich, das es Schweizer Prüfgesellschaften erlaubt, Schweizer Unternehmen, deren Wertpapiere an einem EU-Handelsmarkt kotiert sind, zu prüfen. Er betrifft aus der Sicht des Schweizer Finanzmarkts allerdings keinen zentralen Bereich.

2. Offene Verfahren

Geht man von 43 vorgesehenen Äquivalenzverfahren aus,¹⁷⁶ so verbleiben nach Abzug der 15 von der Schweiz erfolgreich abgeschlossenen Verfahren noch deren 28 offen. Wie die vorangehende sektorielle Untersuchung gezeigt hat, sind längst nicht alle Verfahren für die Schweiz überhaupt relevant, und von den relevanten sind nur wenige von zentraler Bedeutung. Der Versuch einer Relevanzeinteilung ergibt Folgendes:

- Zu den Äquivalenzverfahren ohne Relevanz für die Schweiz («no need to have») gehören Folgende: Anerkennung als Handelsplatz für MiFIR-Derivate (Art. 28 Abs. 4 MiFIR), Anerkennung als regulierter Handelsplatz für EMIR-Derivate (Art. 2a EMIR), Gleichbehandlung bei der Gewichtung von Krediten für CH-Börsen (Art. 107 Abs. 4 CRR), zwei Passrechte für Benchmarkadministratoren (Art. 30 Abs. 2 und 3 BenchmarkVO), substituted compliance für die Erfüllung von Pflichten bei MiFIR-Derivaten (Art. 33 Abs. 2 MiFIR), Ausnahme für Market-Maker unter der Leerverkaufsverordnung (Art. 17 Abs. 2 SSR), Passrechte für Rating-Agenturen (Art. 5 Abs. 6 RatingVO), substituted compliance für Drittlandprospekte (Art. 29 Abs. 3 ProspektVO),¹⁷⁷ substituted compliance für Rechnungslegung

¹⁷⁶ *EU-Kommission, Equivalence Decisions* (Fn. 7): 43 Verfahren ohne Art. 67 AIFMD, dafür mit doppelter Auflistung des Prospektrechts (Richtlinie und Verordnung). Das ergibt für die vorliegende Untersuchung 43 Verfahren: Einfache Auflistung des Prospektrechts (ProspektVO), zusätzliche Auflistung der AIFMD.

¹⁷⁷ Bis 21.7.2019: Art. 7 Abs. 1 ProspektRiL. In *EU-Kommission, Equivalence Decisions* (Fn. 7) werden beide Verfahren separat aufgeführt.

(drei Verfahren),¹⁷⁸ substituted compliance über Länderreportings (Art. 47 BilanzRiL), substituted compliance unter der Abschlussprüfungsrichtlinie (Art. 46 Abs. 2 AbschlussprüfungsRiL), Ausnahmen für bestimmte öffentliche Stellen unter der Marktmissbrauchsverordnung im Zusammenhang mit dem Emissionshandel (Art. 6 Abs. 6 MAR).

- Zu den Äquivalenzverfahren mit geringer Relevanz für die Schweiz («nice to have») gehören Folgende: Gleichbehandlung bei der Gewichtung von Krediten für CH-Wertpapierdienstleister (zwei Verfahren),¹⁷⁹ Zugang zu EU-Handelsplätzen, EU-CCPs und Benchmarkinformationswerten (Art. 38 Abs. 3 MiFIR, zwei Verfahren),¹⁸⁰ Passrechte für Transaktionsregister und substituted compliance (drei Verfahren),¹⁸¹ substituted compliance für die Erfüllung von EMIR-Pflichten (Art. 13 Abs. 2 EMIR), Ausnahme von der Meldepflicht für Securities Lending für Zentralbanken und andere öffentliche Stellen (Art. 2 Abs. 4 SFTR).
- Zu den Äquivalenzverfahren mit Relevanz für die Schweiz («need to have») zählen Folgende: Anerkennung als Drittland-Verwahrstelle (Art. 21 Abs. 6 AIFMD), Passrechte für Zentralverwahrer (Art. 25 Abs. 9 CDSR).
- Zu den zentralen offenen Äquivalenzverfahren («must have») zählen die Passrechte unter MiFIR für grenzüberschreitende Wertpapierdienstleistungen für professionelle Kunden (Art. 47 MiFIR) und die Passrechte für den Vertrieb von Alternativen Investmentfonds (EU-AIF und Nicht-EU-AIF) sowie die Verwaltung von EU-AIF (Art. 67 AIFMD).

Man kann die Relevanzgewichtung im Detail sicherlich anders vornehmen. Nicht zu verkennen ist aber, dass unter den noch offenen Äquivalenzverfahren die Zahl der nicht oder jedenfalls nicht besonders relevanten Verfahren deutlich höher ist als die Zahl der relevanten oder besonders relevanten Verfahren. Im Lichte dieser Zahlen erscheint das Potential des Äqui-

valenzprinzips als Marktzugangsmechanismus nahezu ausgereizt.

Selbst bei den zwei im Vordergrund stehenden Verfahren der Wertpapierdienstleistungen und des Fondsgeschäfts kann man argumentieren, dass die betroffenen Finanzdienstleister ihre Geschäftsmodelle im Sinne eines Onshoring angepasst haben. Im Hinblick auf das Verfahren nach Art. 47 MiFIR besteht sodann auf der technischen Ebene die offene Frage nach der EU-Äquivalenz des FIDLEG, zudem müssten in der Schweiz die Grundlagen für die Reziprozität als weitere Voraussetzung des Art. 47 MiFIR-Verfahrens erst noch geschaffen werden.¹⁸²

Zentral erscheint immerhin die Weiterführung der Börsenäquivalenz (Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II), die nur befristet erteilt wurde. Anders als die Art. 47 MiFIR und Art. 67 AIFMD-Verfahren betrifft der Entscheid zwar nicht eine ganze Branche, sondern zwei Unternehmen – bei Lichte betrachtet sogar ein einziges.¹⁸³ Für die Bedeutung des Finanzplatzes ist eine Börse mit internationaler Handelsaktivität aber ein massgeblicher Pfeiler. Hinzu kommt, dass die Börse(n) den fehlenden Marktzugang nicht durch ein Onshoring in der EU kompensieren können.

VI. Äquivalenz: Zauberformel oder Lufts Schloss?

Ist die Äquivalenz eine Zauberformel für den Marktzugang, oder ist sie ein Lufts Schloss? Sie liegt dazwischen. Ohne Äquivalenz gibt es keinen Marktzugang, aber mit ihr gibt es ihn – selbst bei Erreichen der Maximal-Äquivalenz – nur beschränkt: Erstens sind für zentrale Dienstleistungsbereiche (z.B. Kreditgeschäft, UCITS-Geschäft) keine Äquivalenzverfahren vorgesehen. Zweitens ist das zentrale Kundensegment der Privatkunden von einem äquivalenzbasierten Marktzutritt ausgeschlossen. Drittens führen Äquivalenzverfahren in der grossen Mehrheit der Fälle nicht zu

¹⁷⁸ Art. 23 Abs. 4 Unterabsatz 3 (zwei Verfahren), Art. 23 Abs. 4 erster Unterabsatz (ii) TransparenzRiL.

¹⁷⁹ Art. 107 Abs. 4, Art. 142 Abs. 2 CRR.

¹⁸⁰ Art. 38 Abs. 3 MiFIR betrifft Handelsplätze und zentrale Gegenparteien.

¹⁸¹ Art. 75 EMIR, Art. 19 Abs. 1 und Art. 21 Abs. 1 SFTR.

¹⁸² Der Vernehmlassungsentwurf des FIDLEV sieht keine Äquivalenzausnahme vor. Soweit nicht die Ausnahme der reverse solicitation zum Zuge kommt (Art. 2 VE-FIDLEV), müssen EU-Finanzdienstleister fortan die Eigenheiten des Schweizer Systems (z.B. Pflicht zum Eintrag in das Beraterregister) einhalten.

¹⁸³ Die BX Swiss führt keinen nennenswerten Aktienhandel, und darum geht es bei der Börsenäquivalenz nach Art. 25 Abs. 4 lit. a MiFID II (Rechtsgrundlage) bzw. Art. 23 MiFIR (Anerkennungserfordernis).

einem Marktzugang in Gestalt eines Passrechts. Viertens sind diejenigen Verfahren, die Passrechte vorsehen, in der grossen Mehrzahl von der EU noch nicht aktiviert worden: Es gibt erst in fünf von insgesamt dreizehn Verfahren mit Passrechten überhaupt einen Äquivalenzentscheid. Der Stillstand, der namentlich auch im Hinblick auf Art. 47 MiFIR und Art. 67 AIFMD besteht, betrifft also keineswegs nur die Schweiz. Vielmehr muss man feststellen, dass die EU das äquivalenzbasierte Marktöffnungspotential in keiner Weise ausschöpft. Die ohnehin beschränkte Tragweite der Maximal-Äquivalenz wird dadurch zusätzlich relativiert.

Insgesamt fällt die Frage nach der Leistungsfähigkeit des Äquivalenzprinzips für grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen aus der Schweiz in die EU ernüchternd aus; das klassische cross-border Banking lässt sich mit der Äquivalenz jedenfalls nicht retten.

Aus dieser Erkenntnis abzuleiten, dass fortan die Äquivalenz in der schweizerischen Finanzmarktregulierung keine Rolle mehr spielen sollte, wäre indessen voreilig. So wäre genauer zu untersuchen, welche Folgen der Wegfall bestehender Äquivalenzentscheide

hätte. Wie wichtig ist es für Schweizer Banken, dass ihre EU-Kreditgeber die Kredite nicht mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen als im EU-Binnenverhältnis? Wie wichtig ist es für die Schweizerische Nationalbank, dass sie von den Clearingpflichten nach EMIR ausgenommen ist? Sodann müsste man ein genaueres Bild darüber gewinnen, wie sich die Wahrnehmung einer äquivalenten schweizerischen Regulierung auf den unteren Regulierungsstufen und in der Aufsichtspraxis in den EU-Mitgliedstaaten auswirkt.

Der Äquivalenz kommt demnach weiterhin eine wichtige Rolle in der Finanzmarktstrategie der Schweiz zu. Die Strategie muss aber um andere Perspektiven ergänzt werden. Namentlich sind die verbleibenden praktischen Möglichkeiten des grenzüberschreitenden Geschäfts im Fokus zu behalten, denn auch hier zeichnen sich neue Herausforderungen ab. So ziehen im Hinblick auf die reverse solicitation dunkle Wolken auf,¹⁸⁴ und auch die Rückdelegation wird unter dem Eindruck des Brexit vermehrt in Frage gestellt. Diese Themen verdienen die ganze Aufmerksamkeit einer Finanzmarktstrategie, die auf den EU-Marktzugang für Schweizer Finanzdienstleister ausgerichtet ist.

¹⁸⁴ Siehe *ESMA*, Question and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, ESMA35-43-349, 3. Oktober 2018, 97 f.