

Zitiervorschlag:

**Andrea Zbinden, Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts, 2017,
abrufbar unter: www.andreazbinden.ch**

Die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts am Beispiel der Marktmissbrauchsregulierung

Abschlussarbeit CAS Europarecht, Universität Zürich
Verfasserin: Andrea Zbinden
Februar 2017

Inhalt

Abkürzungsverzeichnis	IV
Literaturverzeichnis	VI
Materialien	VIII
EINLEITUNG	1
ERSTER TEIL: DIE EUROPÄISIERUNG DES SCHWEIZER FINANZMARKTRECHTS .	3
I. Grundverständnisse: „Finanzmarktrecht“ und „Europäisierung“	3
II. Varianten der Europäisierung des Schweizer Rechts und deren Bedeutung für das Schweizer Finanzmarktrecht	4
1. Staatsvertragliche Verpflichtungen	5
a) Methodik	5
b) Bedeutung der staatsvertraglichen Verpflichtungen für die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts	6
2. Autonome Rechtsangleichung	8
a) Methodik	8
b) Gründe für die autonome Rechtsangleichung	8
aa) Politik der Europakompatibilität	9
bb) Marktzutritt via Äquivalenz	10
cc) Marktzutritt via direkter Anwendung europäischer Rechtsvorschriften	12
c) Bedeutung der autonomen Rechtsangleichung für die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts	12
III. Ergebnis	14
ZWEITER TEIL: BEISPIEL „MARKTMISSBRAUCHSREGULIERUNG“	16
I. Themeneingrenzung und Aufbau	16
II. Marktmissbrauchsregulierung in der EU und in der Schweiz: <i>sedes materiae</i>	17
III. Relevanz der europäischen Marktmissbrauchsbestimmungen für die Schweiz	18
1. Relevanz aufgrund direkter Anwendbarkeit der MAR für Finanzdienstleister in Drittländern	19
2. Relevanz aufgrund von Äquivalenzanforderungen	20
IV. Marktmissbrauchsbestimmungen EU-Schweiz: Der Insiderhandel im Vergleich	22
1. Schutzgedanke	22
2. Tatobjekt (Insiderinformation)	23
3. Täterkreis	24

4. Tathandlung.....	24
5. Zulässige Verhaltensweisen	27
V. Ergebnis.....	28
SCHLUSSFOLGERUNG	30

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AJP	Aktuelle Juristische Praxis
Art.	Artikel
BBl	Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 , SR 954.1
BK	Berner Kommentar
bzw.	beziehungsweise
d.h.	das heisst
E.	Erwägung
EF	Expert Focus
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	und folgende (Seite/Randnote)
ff.	und folgende (Seiten/Randnoten)
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015, SR 958.1
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015, SR 958.11
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FN	Fussnote
FS	Festschrift
GesKR	(Zeitschrift für) Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
gl.A.	gleicher Ansicht
h.L.	herrschende Lehre
Hrsg.	Herausgeber

i.e.S.	im engeren Sinne
insb.	insbesondere
i.S.v.	im Sinne von
LeGes	Mitteilungsblatt der Schweizerischen Gesellschaft für Gesetzgebung und der Schweizerischen Evaluationsgesellschaft
Lit.	Litera (Buchstabe)
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
N	Note(n)
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
ParlG	Bundesgesetz über die Bundesversammlung vom 13. Dezember 2002, SR 171.10
recht	Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis
Rz.	Randziffer(n)
S.	Seite
SIX	SIX Swiss Exchange
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannt
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
u.a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
Ziff.	Ziffer
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft

Literaturverzeichnis

- COTTIER THOMAS / LIECHTI RACHEL, Zwischen Skylla und Charybdis: Die Rezeption des europäischen Wirtschaftsrechts in der Schweiz, in: *EuZW* 2012, S. 849-853.
- EMMENEGGER SUSAN / TSCHENTSCHER AXEL, Kommentierung zu Art. 1 ZGB, in: Hausheer Heinz/Walter Hans Peter (Hrsg.), *Berner Kommentar. Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Band I: Einleitung und Personenrecht, 1. Abteilung: Einleitung, Artikel 1-9 ZGB*, Bern 2012, S. 131-431.
- GERBER DAVID S. / BÜRKI KRONENBERG FRED, EU-Finanzmarktregulierungen und Wirkungen auf die Schweiz, in: *Die Volkswirtschaft. Das Magazin für Wirtschaftspolitik*, 10-2012, S. 17-19.
- JENNI SABINE, Direkte und indirekte Europäisierung der schweizerischen Bundesgesetzgebung, in: *LeGes* 2013/2, S. 489-504.
- KUNZ PETER V., Schweizer Wirtschaftsrecht im 21. Jahrhundert: Ausblicke zwischen Hoffen und Bangen, in: *AJP* 2015, S. 411-426 (zit. Kunz 2015).
- Amerikanisierung, Europäisierung sowie Internationalisierung im schweizerischen (Wirtschafts-)Recht, in: *recht* 2012, S. 37-55 (zit. Kunz 2012).
 - Instrumente der Rechtsvergleichung in der Schweiz bei der Rechtssetzung und bei der Rechtsanwendung, in: *ZVglRWiss* 108 (2009), S. 31-82 (zit. Kunz 2009).
- MAYER MICHAEL, Die Übernahme des europäischen Rechts durch die Schweiz, in: Epiney Astrid/ Kern Markus / Hehemann Lena (Hrsg.), *Schweizerisches Jahrbuch für Europarecht / Annuaire suisse de droit européen 2014/2015*, Zürich 2015, S. 347-369.
- MOLONEY NIAMH, *EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition*, Oxford 2016.
- NOBEL PETER, *Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, Dritte Aufl.*, Bern 2010.
- SCHÄREN SIMON / DOBRAUZ-SALDAPENNA GÜNTHER/ LIEBI MARTIN, Organisierte Handelssysteme im neuen FinfraG – Versuch einer regulatorischen Kategorisierung, in: *SZW* 2016, S. 194-201.
- SETHE ROLF, Rechtsangleichung im Schweizer Finanzmarktrecht – Heteronomer und autonomer Nachvollzug, Äquivalenz, Swiss Finish, in: Wolfhard Kothe/Nadinge Absenger (Hrsg.), *Menschenrechte und Solidarität im internationalen Diskurs, FS für Armin Höland, Baden-Baden 2015*, S.345-365.
- THOMA SILVAN / DOBRAUZ-SALDAPENNA GÜNTHER, EU-Regulierung zur Verhinderung von Marktmissbrauch aus Schweizer Sicht, in: *EF* 8/16, S. 549-555.

-
- TÖLLER, ANNETTE ELISABETH, Measuring and Comparing the Europeanization of National Legislation: A Research Note, in: Journal of Common Market Studies (JCMS) 2010 Vol. 48. No. 2, S. 417-444.
- WEBER ROLF H. / SETHE ROLF, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, in: SJZ 110/2014, S. 596-577.
- WYSS MARTIN PHILIPP, Europakompatibilität und Gesetzgebungsverfahren im Bund, in: AJP/PJA 6/2007, S. 717-728.
- ZBINDEN ANDREA, European Financial Market Rulebook 2016, abrufbar unter: <http://www.andreazbinden.ch/publikationen/>.

Materialien

Schweiz

ÄNDERUNGSPROTOKOLL vom 27. Mai 2015 zum Abkommen zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und der Europäischen Gemeinschaft über Regelungen, die den in der Richtlinie 2003/48/EG des Rates im Bereich der Besteuerung von Zinserträgen festgelegten Regelungen gleichwertig sind, BBl 2015, S. 9249 ff. (zit. AIA-Abkommen).

BERICHT DES BUNDESRATES: Die Stellung der Schweiz im europäischen Integrationsprozess, Juli 1988, BBl 1988 III, S. 249 ff. (zit. Bericht Integrationsprozess 1988).

BERICHT DES BUNDESRATES: Strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik (Bericht in Beantwortung des Postulats Graber 09.3209), Dezember 2009, abrufbar unter:

<<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/themen/finanzmarktpolitik.html>> (zit. Strategiebericht 2009).

BERICHT DES BUNDESRATES: Finanzmarktpolitik des Bundes, Dezember 2012, abrufbar unter: <<https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/35762.pdf>> (zit. Bericht Finanzmarktpolitik 2012).

BERICHT DES BUNDESRATES: Finanzmarktpolitik für einen wettbewerbsfähigen Finanzplatz Schweiz, Oktober 2016, (abrufbar unter: <<https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/45749.pdf>> (zit. Bericht Finanzmarktpolitik 2016).

BERICHT DES BUNDESRATES: Bericht über internationale Finanz- und Steuerfragen, Februar 2017, (abrufbar unter: <<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/publikationen/bericht-ueber-internationale-finanz--und-steuerfragen.html>> (zit. SIF-Bericht 2017).

BOTSCHAFT zum Bucheffektengesetz und zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl 2006, 9315 ff. (zit. Botschaft BEG).

BOTSCHAFT zur Änderung des Börsengesetzes vom 31. August 2001 (BBl 2001, 6873 ff. (zit. Botschaft BEHG).

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

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

ERLÄUTERUNGSBERICHT BEHV: Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung (Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes, Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom November 2012 (abrufbar unter: <https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2312/BEHV_121115_Erlaeuterungsbericht_de.pdf>) (zit. Erläuterungsbericht BEHV).

FINMA-RUNDSCHREIBEN 2013/8 (Marktverhaltensregeln) (zit. FINMA-RS 2013/8).

LEITFADEN für die Ausarbeitung von Erlassen des Bundes, abrufbar unter: <<http://www.ejpd.admin.ch/content/dam/data/bj/staat/legistik/hauptinstrumente/gleitf-d.pdf>> (zit. Leitfaden Erlasse).

LEITFADEN für Botschaften des Bundesrates, abrufbar unter: <<https://www.bk.admin.ch/dokumentation/sprachen/04915/06864/index.html?lang=de>> (zit. Leitfaden Botschaften).

Europa

RICHTLINIE 2011/16/EU vom 15. Februar 2011 über die Zusammenarbeit der Verwaltungsbehörden im Bereich der Besteuerung und zur Aufhebung der Richtlinie 77/799/EWG, ABl L 64 vom 11.3.2011, 1-12 (zit. BesteuerungsRL).

RICHTLINIE 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl L 173 vom 12.6.2014, 179-189 (zit. MAD).

RICHTLINIE 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl L 173 vom 12.6.2014, 349-496 (zit. MIFID II).

RICHTLINIE (EU) 2016/1034 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juni 2016 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente, ABl L 175 vom 30.6.2016, 8-11 (zit. rev-MIFID II).

VERORDNUNG (EU) Nr. 648/2012 des europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl L 201 vom 27.7.2012, 1-59 (zit. EMIR).

VERORDNUNG (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl L 176 vom 27.6.2013, 1-337 (zit. CRR).

VERORDNUNG (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173 vom 12.6.2014, 1-61 (zit. MAR).

VERORDNUNG (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl L 173 vom 12.6.2014, 84-148 (zit. MIFIR).

VERORDNUNG (EU) Nr. 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABl L 171 vom 29. Juni 2016, 1-65 (zit. BenchmarkR).

Sämtliche Links in dieser Arbeit wurden am 17. Februar 2017 letztmals geprüft.

EINLEITUNG

Die Europäisierung¹ der Gesetzgebung in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten ist ein Faktum und erstaunt wenig.² Erstaunlicher sind die Europäisierungstendenzen in der Schweizer Gesetzgebung, handelt es sich doch eigentlich um die „road not taken“³. In den Jahren 1990-2010 wiesen rund 33% aller Gesetzesrevisionen auf Bundesebene – auch im Bereich des Finanzmarktrechts – Angleichungen an das europäische Recht auf.⁴

Diese Europäisierungstendenzen sind im Bereich des Schweizer Finanzmarktrechts bis heute ungemindert feststellbar.⁵ *Weshalb ist das*

¹ Zum Begriff der „Europäisierung“ siehe Erster Teil Ziff. 1 (Grundverständnisse: „Finanzmarktrecht“ und „Europäisierung“).

² In den letzten Jahren wurden zahlreiche Studien zur Frage der Europäisierung der Gesetzgebung in einzelnen EU-Mitgliedstaaten verfasst, siehe dazu die Hinweise bei JENNI, 490. Sodann die Hinweise zu länderspezifischen Studien (UK, Dänemark, Niederlande und Frankreich) bei TÖLLER, 422 f.

³ In Anlehnung an Ali Arbia, *The Road not Taken. Europeanisation of Laws in Austria and Switzerland 1996-2005*, Studies and Working Papers, 2008 Geneva, Graduate Institute of International and Development Studies.

⁴ JENNI, 492 (Tabelle 1, mit Differenzierungen bezüglich der Intensität der Angleichung an das europäische Recht). Für das Finanzmarktrecht (Politikgebiet: „Kredit“) im Besonderen Abbildung 3 und 4, 498 f.

⁵ So wird etwa im SIF-BERICHT 2017, 13 festgehalten, dass für Schweizer Anbieter von Finanzdienstleistungen die im EU-Recht enthaltenen Äquivalenzverfahren für Drittstaaten aus Marktzutrittsgründen von Bedeutung sind und auch im Jahr 2016 auf eine transparente und ergebnisorientierte Anwendung der Drittstaatenregelungen seitens der EU-Behörden hingewirkt worden ist. Damit ist *implizit* gesagt, dass – im erforderlichen Umfang – das Schweizer Finanzmarktrecht dem europäischen Recht angeglichen worden ist und auch weiterhin angeglichen wird. Denn: Die Angleichung des Schweizer Rechts ist immer Voraussetzung für die Durchführung von Äquivalenzverfahren vis-à-vis der EU-Behörden.

so? Dieser Frage geht die vorliegende Arbeit nach. Sie will einen Beitrag leisten zur Frage, weshalb sich das Schweizer Finanzmarktrecht im Sog der Europäisierung befindet.

ERSTER TEIL: DIE EUROPÄISIERUNG DES SCHWEIZER FINANZMARKTRECHTS

Im ersten Teil der Arbeit werden zunächst die Begriffe „Finanzmarktrecht“ und „Europäisierung“ beleuchtet (Ziff. I). Sodann werden die verschiedenen „Einfallstore“ für das Europarecht auf der Rechtsetzungsebene aufgezeigt und deren Bedeutung für das Schweizer Finanzmarktrecht diskutiert (Ziff. II). Die Erkenntnisse werden in Ziff. III festgehalten.

I. Grundverständnisse: „Finanzmarktrecht“ und „Europäisierung“

Zunächst ist zu klären, was unter den Begriffen „Finanzmarktrecht“ und „Europäisierung“ zu verstehen ist.

Das *Finanzmarktrecht* wird gemeinhin dem Wirtschaftsrecht zugeordnet, welches seinerseits eine Kombination zwischen Privatrecht, öffentlichem Recht und Strafrecht darstellt.⁶ Damit ist das Finanzmarktrecht eine typische Querschnittmaterie. Eine allgemein gebräuchliche Definition des Begriffs „Finanzmarktrecht“ existiert nicht. In Anlehnung an NOBEL⁷ und MOLONEY⁸ wird vorliegend darunter das Recht verstanden, welches sich an die auf den Finanzmärkten tätigen Akteu-

⁶ KUNZ 2015, 412, 424.

⁷ NOBEL, 20 f.

⁸ MOLONEY, 2.

re (etwa: Banken, Effektenhändler, Emittenten, Kunden) und Infrastrukturen (etwa: Börsen, zentrale Gegenparteien, zentrale Verwahrungsstellen) richtet und welches die auf den Finanzmärkten getätigten Transaktionen umfasst.

„Europäisierung“ des Schweizerischen Finanzmarktrechts (oder nachfolgend auch kurz „Europäisierung“) bezeichnet einen Rechtsangleichungsprozess, nämlich die Angleichung des schweizerischen Finanzmarktrechts an dasjenige der EU.

II. Varianten der Europäisierung des Schweizer Rechts und deren Bedeutung für das Schweizer Finanzmarktrecht

Die Europäisierung des Schweizer Rechts erfolgt vorrangig durch Angleichung der Schweizer Rechtsordnung an diejenige der EU auf der Ebene der *Rechtsetzung*.⁹

Grund hierfür kann zum einen das Vorhandensein einer entsprechenden Rechtspflicht sein. Eine solche ist gegeben, wenn Schweizer

⁹ KUNZ 2012, 39. Auch auf der Ebene der *Rechtsanwendung* kann eine Europäisierung des Rechts stattfinden. Zwar verneint die h.L. den Rechtsvergleich als fünfte Methode innerhalb des Auslegungskanons (d.h. der historischen, grammatikalischen, systematischen und teleologischen Auslegungsmethode), anerkennt diesen aber als Hilfsmittel der Auslegung, eingehend dazu EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, N 318 f.; KUNZ 2009, 65 f. (m.w.H.). Der Angleichungsprozess findet auf Ebene der Rechtsanwendung somit durch den Beizug des Europarechts als Hilfsmittel der Auslegung von Schweizer Recht statt. Zu unterscheiden ist dabei die europarechtsorientierte bzw. die europarechtskonforme Auslegung: Bei Ersterer lässt sich der Rechtsanwender vom Europarecht inspirieren. Bei Letzterer übernimmt das Europarecht innerhalb der vier Auslegungsmethoden den interpretatorischen *lead*, dazu eingehend EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, N 302 f.

Recht aufgrund einer staatsvertraglichen Verpflichtung mit der europäischen Rechtsordnung angeglichen wird. Die Europäisierung kann aber auch ohne Rechtspflicht – sozusagen aus „freien Stücken“ – vorgenommen werden. Dies wird nachfolgend als „autonome Rechtsangleichung“ bezeichnet.

1. Staatsvertragliche Verpflichtungen

a) Methodik

Die Schweiz unterhält mit der EU zahlreiche Vertragsbeziehungen.¹⁰ Unterschiedliche Methoden¹¹ in diesen Staatsverträgen bewirken, dass diese als Einfallstor für EU-Recht fungieren: Bei der *Abschreibemethode* wird der Wortlaut der europarechtlichen Bestimmungen mehr oder weniger wortgleich im Abkommen selbst reflektiert. Im Rahmen der *Äquivalenzmethode* wird die Schweiz verpflichtet, ein mit dem EU-Recht gleichwertiges Recht zu schaffen. Bei der *Verweismethode* wird im Abkommen auf EU-Recht verwiesen.

Bei diesen drei Methoden handelt sich um sog. statische Abkommenskonzeptionen, d.h. es wird an das EU-Recht im Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung angeknüpft.¹² Auch die bilateralen Abkommen

¹⁰ Vgl. dazu die Übersicht unter: https://www.eda.admin.ch/content/dam/dea/de/documents/publikationen_dea/accords-liste_de.pdf.

¹¹ Zu diesen Methoden MAYER, 350.

¹² MAYER, 350.

zwischen der Schweiz und der EU aus den Jahren 1999 und 2004 („Bilaterale I und II“) fassen grundsätzlich auf einer statischen Konzeption. Indessen weisen einzelne dieser Abkommen dynamische Komponenten auf, welche in unterschiedlichem Umfang eine Anpassung an die europäische Rechtsentwicklung zulassen bzw. erfordern.¹³ Diese dynamischen Komponenten mögen gleichsam als weiteres Einfallstor für EU-Recht gelten.

b) *Bedeutung der staatsvertraglichen Verpflichtungen für die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts*

Einzelne Abkommen zwischen der Schweiz und der EU weisen einen Bezug zum Schweizer Finanzmarktrecht auf, so etwa das AIA-ABKOMMEN¹⁴, welches das Bankkundengeheimnis für Anleger aus der EU gegenüber den Steuerbehörden faktisch aufhebt. Das AIA-ABKOMMEN ist grundsätzlich statisch konzipiert, enthält aber in Art. 8 eine dynamische Komponente. Ändert sich auf Ebene OECD der globale Standard und setzt die EU diese Änderung in der entsprechenden

¹³ So wird in einzelnen Kooperations- und Liberalisierungsabkommen den sog. „Gemischten Ausschüssen“ in begrenztem Umfang die Kompetenz eingeräumt, die Anhänge der Abkommen eigenständig an die EU-Rechtsentwicklung anzupassen. In den beiden Assoziierungsabkommen (SR 0.362.31 [Schengen, daselbst Art. 2] und SR 0.142.392.68 [Dublin, daselbst Art. 1]) hat sich die Schweiz gar zur Übernahme von künftigen Rechtsentwicklungen im relevanten Bereich verpflichtet. Zu den „Gemischten Ausschüssen“ auch MAYER, 351 m.w.H.

¹⁴ Das AIA-ABKOMMEN mit der EU gilt für alle EU-Mitgliedstaaten und ersetzt das seit 2005 geltende Zinsbesteuerungsabkommen. Es regelt den Austausch von Kontodaten und soll die grenzüberschreitende Steuerhinterziehung verhindern.

Richtlinie¹⁵ um, so kann die EU eine entsprechende Änderung in den Anhängen¹⁶ des AIA-ABKOMMENS beantragen.¹⁷ Mit diesem Mechanismus stellt das AIA-ABKOMMEN Einfallstor für EU-Recht dar.

Ein Spezialabkommen, welches die Finanzdienstleistungen als solche betrifft (sog. Finanzdienstleistungsabkommen, „FDLA“), wurde zwischen der Schweiz und der EU indessen bis anhin nicht abgeschlossen, kann aber als langfristige Option „nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden“.¹⁸

Insgesamt ist die Bedeutung der staatsvertraglichen Verpflichtungen für die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts indessen als sehr gering zu beurteilen.¹⁹ Viel bedeutender ist – wie nachfolgend zu zeigen sein wird – die autonome Rechtsangleichung.

¹⁵ Die Umsetzung erfolgt seitens EU in der BESTEUERUNGSRL, s. Art. 8 Ziff. 5 lit. a AIA-ABKOMMEN.

¹⁶ D.h. den gemeinsamen Meldestandard gemäss Anhang I und die ergänzenden Melde- und Sorgfaltsvorschriften für Informationen über Finanzkonten gemäss Anhang II.

¹⁷ Art. 8 Ziff. 5 AIA-ABKOMMEN.

¹⁸ BERICHT FINANZMARKTPOLITIK 2016, 15.

¹⁹ Vgl. auch JENNI, 492 (dort als „direkte“ Europäisierung bezeichnet).

2. Autonome Rechtsangleichung

a) Methodik

Es ist vorwegzunehmen: Es gibt nicht *die* autonome Rechtsangleichung. Es gibt vielmehr verschiedene Ausprägungsformen davon.²⁰ So kann im Rahmen der autonomen Rechtsangleichung das europäische Regelungsvorbild etwa *tel quel* oder nahezu unverändert übernommen werden. Oder aber das Schweizer Recht wird im Ergebnis gleichwertig (äquivalent) zum EU-Recht ausgestaltet.²¹

Abzugrenzen ist die autonome Rechtsangleichung von der Eklektik, die ebenfalls auf Freiwilligkeit gründet, bei welcher sich der Gesetzgeber aber vom EU-Recht einzig inspirieren lässt.²²

b) Gründe für die autonome Rechtsangleichung

Die autonome Rechtsangleichung spielt bei der Europäisierung des Schweizer Rechts und insbesondere des Schweizer Finanzmarktrechts eine bedeutende Rolle.²³ Nachfolgend werden die Gründe hierfür dargelegt.

²⁰ Vgl. auch die Europäisierungskategorien bei JENNI, Abbildung 1, 490.

²¹ Zum europäischen Äquivalenzansatz nachfolgend Erster Teil Ziff. II 2 lit. b/bb (Marktzutritt via Äquivalenz).

²² KUNZ 2009, 53 (m.w.H.).

²³ Vgl. auch JENNI, 500 (dort als „indirekte“ Europäisierung bezeichnet).

aa) Politik der Europakompatibilität

Ein wichtiger Impetus für die Angleichung des Schweizer Rechts an das Recht der EU ist in der Politik der Europakompatibilität des Bundesrates zu sehen, welche sich bis auf den *BERICHT INTEGRATIONSPROZESS 1988* zurückverfolgen lässt.²⁴ In diesem Bericht wurde festgehalten, dass für die Schaffung des EWR eine Rechtsannäherung zwischen den an diesem Wirtschaftsraum teilnehmenden Staaten erforderlich sein wird. Konflikte zwischen Schweizer Recht und EU-Recht durch unnötig divergierende Rechtsentwicklungen seien zu vermeiden und es sei zu verhindern, dass etwa aus Unkenntnis der Rechtslage unnötige und vermeidbare Rechtsdisparitäten geschaffen werden.²⁵ Anders gewendet: Das Schweizer Recht ist europakompatibel auszugestalten. Dieser Massstab gilt auch heute noch.

Diese Politik der Europakompatibilität ist im Schweizer Gesetzgebungsprozess verankert: Gemäss Art. 141 ParlG muss der Bundesrat Erlassentwürfe in einer Botschaft zuhanden der Bundesversammlung verabschieden und darin das Verhältnis zum EU-Recht erläutern.²⁶ Entsprechende Anforderungen statuieren auch der *LEITFADEN*

²⁴ So auch auch COTTIER / LIECHTI, 850; MAYER, 351; WYSS, 718.

²⁵ *BERICHT INTEGRATIONSPROZESS 1988*, 301 f.

²⁶ Art. 141 Abs. 2 lit. a ParlG. Solche Kompatibilitätsprüfungen sind in Botschaften zu jüngeren finanzmarktrechtlichen Erlassen regelmässig zu finden, so etwa in: *BOTSCHAFT BEG*, Ziff. 1.3; *BOTSCHAFT FINFRAG*, Ziff. 1.4; *BOTSCHAFT FIDLEG/FINIG*, Ziff. 1.7.

ERLASSE²⁷ und der LEITFADEN BOTSCHAFTEN²⁸: Beides sind Verwaltungsverordnungen und damit für die Bundesverwaltung bindend.²⁹

Mit diesen Kompatibilitätsprüfungen im Legislativverfahren wird zwar keine Rechtsangleichung angestrebt, sondern primär Transparenz.³⁰ Es obliegt letztlich den Parlamentariern zu entscheiden, „(...) ob und wann sie mit dem Recht der EU kompatibles oder inkompatibles schweizerisches Recht erlassen (...)“³¹. Indessen kann das bewusste Abweichen von EU-Recht durch die im Legislativverfahren geschaffene Transparenz quasi „zu faktischen Zwängen führen“³². *De facto* wirkt die gesetzlich verankerte Politik der Europakompatibilität demnach durchaus als Einfallstor für EU-Recht.

bb) Marktzutritt via Äquivalenz

Während die Politik der Europakompatibilität sich als rechtsgebietsübergreifendes Einfallstor für EU-Recht darstellt, handelt es sich beim Marktzutritt via Äquivalenz eher um ein finanzmarktrechtsspezifisches Einfallstor.

Im Nachgang zur Finanzkrise 2008 ist das Bewusstsein gewachsen, dass jegliche Teilnahme am EU-Binnenmarkt eine (vermehrte) An-

²⁷ LEITFADEN ERLASSE, Ziff. 2651.

²⁸ LEITFADEN BOTSCHAFTEN, Ziff. 1.5.

²⁹ KUNZ 2009, 49.

³⁰ WYSS, 718.

³¹ KUNZ 2009, 50.

³² KUNZ 2009, 50.

gleichung der relevanten Rechtsnormen der teilnehmenden Länder erforderlich macht und zwar unabhängig davon, ob sie als EU-/EWR-Staaten oder als Drittstaaten (wie etwa die Schweiz) qualifizieren.³³ Gegenüber EU-/EWR-Staaten erfolgt die Rechtsangleichung durch vermehrte Regulierung direkt auf Verordnungsstufe³⁴, gegenüber Drittstaaten (etwa der Schweiz) durch Statuierung von sog. „Drittstaatennormen“ innerhalb der einzelnen EU-Regulierungen.

Diese Drittstaatennormen basieren regelmässig auf dem sog. „Äquivalenzansatz“. Dabei geht es im Kern darum, dass die zuständige Behörde innerhalb der EU³⁵ die Regulierung, Aufsicht und Rechtsdurchsetzung einer Drittstaatenjurisdiktion als im Ergebnis gleichwertig (d.h. äquivalent) beurteilt.³⁶ Die Äquivalenzbeurteilung ist Voraussetzung

³³ MAYER, 348; MOLONEY, 37. Ohne diese Rechtsangleichung besteht etwa das Risiko, dass sich Finanzplätze mittels einer weniger strengen Regulierung und Aufsicht Wettbewerbsvorteile verschaffen, was im Ergebnis zu einem regulatorischen *race to the bottom* führen kann. Dies wiederum ist bedenklich mit Blick auf den Schutz der Marktteilnehmer und kann zu länderübergreifenden *spill-over* Effekten führen (z.B. bei Insolvenzfällen).

³⁴ Im Gegensatz zu Richtlinien (*Directives*) sind Verordnungen (*Regulations*) in den Mitgliedstaaten direkt anwendbar. Als Beispiele für diesen Rechtsangleichungsprozess im Nachgang zur Finanzkrise mögen gelten: MIFIR, EMIR, CRR, MAR oder BenchmarkR.

³⁵ Regelmässig die EU-Kommission.

³⁶ Äquivalente Ausgestaltung bedeutet „Gleichwertigkeit im Ergebnis“ und nicht Deckungsgleichheit, so auch SETHE, 358. Zur Umschreibung der Gleichwertigkeitsanforderungen durch die EU-Kommission: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/global/equivalence/index_de.htm. Die Äquivalenzbeurteilung obliegt jedem souveränen Staat selbst, nach Massgabe seiner eigenen Prinzipien. Es existieren keine völkerrechtlichen Mindeststandards, siehe WEBER / SETHE, 572; vgl. auch GERBER/BÜRKI KRONENBERG, 17. Äquivalenz wird dabei meist nicht nur zur spezifischen EU-Regulierung, sondern oftmals

für den diskriminierungsfreien Zugang zum EU-Binnenmarkt für Finanzdienstleister aus dem jeweiligen Drittstaat.

cc) Marktzutritt via direkter Anwendung europäischer Rechtsvorschriften

Nicht immer statuieren Drittstaatennormen in EU-Regularien Äquivalenzvorgaben. Es finden sich auch andere Ausprägungsformen von Drittstaatennormen.

Eine weitere gängige Ausgestaltung von Drittstaatennormen liegt in der Statuierung der direkten Anwendbarkeit von EU-Recht, d.h. Finanzdienstleister aus Drittstaaten müssen europäisches Recht (ganz oder teilweise) direkt anwenden, um ihre Dienstleistungen weiterhin in den EU-Raum anbieten zu dürfen. Soll diesfalls der Marktzugang in den EU-Raum sichergestellt werden, müssen Gesetzgeber in Drittstaaten jegliche Rechtsdisparitäten zum massgeblichen EU-Recht verhindern. Das EU-Recht muss europakompatibel ausgestaltet werden.

c) Bedeutung der autonomen Rechtsangleichung für die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts

Der diskriminierungsfreie Zugang zum EU-Binnenmarkt ist für Schweizer Finanzdienstleister wichtig. Mehr als die Hälfte der in der Schweiz verwalteten Vermögen stammen von Ausländern, davon schätzungsweise 40% von Europäern. Zudem ist der Zugang zum EU-

auch regulierungsübergreifend gefordert. Als Beispiel hierfür dient Art. 23 MIFIR, dazu Zweiter Teil Ziff. II/2 (Relevanz aufgrund von Äquivalenzvorgaben).

Binnenmarkt für das Asset Management und das Firmenkundengeschäft von zentraler Bedeutung.³⁷ Der Bundesrat hat denn auch bereits im STRATEGIEBERICHT 2009 das Ziel formuliert, den Zugang zum EU-Binnenmarkt für Schweizer Finanzdienstleister zu sichern und zu verbessern³⁸. Die Berichterstattungen aus den Folgejahren bekräftigen und präzisieren diese Zielsetzung.³⁹

Wie dargelegt, erfordert der diskriminierungsfreie Zugang zum EU-Binnenmarkt regelmässig eine äquivalente Ausgestaltung des Schweizer Finanzmarktrechts oder aber zumindest Europakompatibilität desselben. Vor diesem Hintergrund und mit Blick auf die wirtschaftliche Bedeutung des EU-Marktzutritts für die Schweiz hat sich die autonome Rechtsangleichung zu einem weiten Einfallstor für EU-Recht im Schweizer Finanzmarktrecht entwickelt. Dieses wird regelmässig im Ergebnis gleichwertig (d.h. äquivalent) zum EU-Recht ausgestaltet.⁴⁰ Als jüngeres Beispiel mag das FinfraG gelten. Mit diesem Erlass wurde gemäss BOTSCHAFT FINFRAG „(...) eine EU-gleichwertige Regulierung angestrebt, um den (...) erheblichen Nachteilen beim Marktzugang

³⁷ Zum Asset Management: Schweizer Banken können kollektive Kapitalanlagen aus der EU verwalten, institutionelle Vermögensverwaltung für Pensionskassen aus der EU anbieten und schweizerische Finanzprodukte in der EU vertreiben. Zum Firmenkundengeschäft: Währungsansaktionen, Anleihen- und Aktienemissionen im EU-Ausland sind für Schweizer Banken einfacher möglich, s. dazu <<http://www.swissbanking.org/de/themen/aktuell/marktzugang>> .

³⁸ STRATEGIEBERICHT 2009, Ziff. 6.3.

³⁹ BERICHT FINANZMARKTPOLITIK 2012, Ziff. 2.2; BERICHT FINANZMARKTPOLITIK 2016, Ziff. 3.1.; SIF-BERICHT 2017, Ziff. 2.3.

⁴⁰ So auch SIF-BERICHT 2017, Ziff. 2.3.

tritt vorzubeugen⁴¹.“ Ein erstes Resultat nach Inkraftsetzung des FinfraG blieb nicht aus: Die EU hat im November 2015 einen positiven Äquivalenzbeschluss für zentrale Gegenparteien aus der Schweiz gefällt.⁴² In diesem Beschluss wurden die Schweizer Rechts- und Aufsichtsmechanismen⁴³ als äquivalent zum entsprechenden Regulierungsrahmen der EU beurteilt.⁴⁴ Dieser Äquivalenzbeschluss hat bewirkt, dass Schweizer zentrale Gegenparteien ihre Dienstleistungen weiterhin im EU-Binnenmarkt erbringen können. Weitere Äquivalenzentscheide auf Basis des FinfraG sind zu erwarten.⁴⁵

III. Ergebnis

Die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts erfolgt auf der Ebene der Rechtsetzung primär durch autonome Rechtsangleichung.

Der Hauptgrund für die autonome Rechtsangleichung liegt in der Sicherstellung des diskriminierungsfreien Marktzutritts für Schweizer Finanzdienstleister in den EU-Raum. Diesen Marktzutritt knüpft die

⁴¹ BOTSCHAFT FINFRAG, 7630. Siehe aber auch die bewussten Abweichungen vom EU-Recht, BOTSCHAFT FINFRAG, 7509 ff.

⁴² Der Durchführungsbeschluss ist abrufbar unter: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015D2042&from=EN>>.

⁴³ Der in Ziff. 6 des Durchführungsbeschlusses (FN 42) erwähnte Schweizer Regulierungsrahmen war von Anbeginn weg als Übergangslösung konzipiert und wurde – mit Ergänzungen (s. BOTSCHAFT FINFRAG, 7630) – in das FinfraG und die verbundenen Ausführungsverordnungen überführt.

⁴⁴ S. insb. Ziff. 11 und 16 und Art. 1 Dispositiv des Durchführungsbeschlusses (FN 42).

⁴⁵ Dazu BOTSCHAFT FINFRAG, 7503 f.

EU regelmässig an Drittstaatsnormen an, die nach unterschiedlichen Mustern ausgestaltet sind. Regelmässig aber verlangen sie eine gleichwertige (äquivalente) Ausgestaltung des einschlägigen Drittstaatenrechts bzw. Schweizer Rechts. Drittstaatsnormen können aber auch die direkte Anwendbarkeit von EU-Regularien statuieren. Diesfalls muss der Schweizer Gesetzgeber sicherstellen, dass keine Rechtsdisparitäten zum EU-Recht bestehen.

ZWEITER TEIL: BEISPIEL „MARKTMISSBRAUCHSREGULIERUNG“

I. Themeneingrenzung und Aufbau

Wie im ersten Teil dieser Arbeit ausgeführt worden ist, erfolgt die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts auf der Ebene der Rechtsetzung primär durch autonome Rechtsangleichung und dies regelmässig mit dem Ziel, den diskriminierungsfreien Marktzutritt in den EU-Raum sicherzustellen.⁴⁶ Diese Erkenntnis soll nachfolgend am Beispiel der *aufsichtsrechtlichen*⁴⁷ Marktmissbrauchsregulierung erörtert werden.

Der zweite Teil der Arbeit ist wie folgt aufgebaut: Nach einem Überblick über die aufsichtsrechtliche Marktmissbrauchsregulierung in der EU und in der Schweiz (Ziff. I) wird aufgezeigt, dass die europäischen Marktmissbrauchsbestimmungen aus Schweizer Sicht insbesondere aus Gründen des Marktzutritts in den EU-Raum von Relevanz sind (Ziff. II). In Ziff. III schliesslich werden die europäischen und schweizerischen Marktmissbrauchsbestimmungen in einem Teilbereich, nämlich dem Insiderhandel, miteinander verglichen. Es wird aufgezeigt,

⁴⁶ Siehe Erster Teil, Ziff. III (Ergebnis).

⁴⁷ Die strafrechtlichen Marktmissbrauchsbestimmungen gemäss MAD bzw. Art. 154 und 155 FinfraG sind nicht Gegenstand der Untersuchung.

dass bezüglich der Insiderbestimmungen eine Europäisierung der Schweizer Marktmissbrauchsregulierung in weiten Teilen bereits erfolgt ist.

II. Marktmissbrauchsregulierung in der EU und in der Schweiz: *sedes materiae*

Der Begriff „Marktmissbrauch“ ist ein Oberbegriff für unrechtmässige Handlungen an den Finanzmärkten. In der EU wie in der Schweiz umfasst dieser Begriff in aufsichtsrechtlicher Hinsicht zum einen das Verbot gewisser Ausprägungen des Insiderhandels⁴⁸ und zum andern das Verbot der Marktmanipulationen⁴⁹.

Die Basis der entsprechenden Regulierung bildet in der EU die Marktmissbrauchsverordnung (MAR). Ergänzt wird die MAR von zahlreichen technischen Standards, welche *per dato* zu einem Grossteil in Kraft sind.⁵⁰

⁴⁸ Art. 14 MAR bzw. Art. 142 FinfraG.

⁴⁹ Art. 15 MAR bzw. Art. 143 FinfraG.

⁵⁰ Ein Überblick über die technischen Standards (*Binding Technical Standards*, BTS) basierend auf MAR findet sich unter folgendem Link: <http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/abuse/its-rts-overview-table_en.pdf>. BTS lassen sich unterteilen in sog. technische Regulierungsstandards (*Regulatory Technical Standards*, RTS) und technische Durchführungsstandards (*Implementing Technical Standards*, ITS). RTS regeln materiell-rechtliche Aspekte nach Massgabe der Level 1 Rechtsetzung, während ITS die technische Anwendung der Level 1 Rechtsetzung sicherstellen. Zu diesen Regulierungsebenen: ZBINDEN, Anhang 1 und 2.

In der Schweiz findet sich die aufsichtsrechtliche Marktmissbrauchsregulierung im FinfraG, flankiert durch Ausführungsbestimmungen in der FinfraV⁵¹ sowie im FINMA-Rundschreiben 2013/08 „Marktverhaltensregeln“.

III. Relevanz der europäischen Marktmissbrauchsbestimmungen für die Schweiz

Hauptgrund für die autonome Rechtsangleichung im Schweizer Finanzmarktrecht liegt in der Sicherstellung des Marktzutritts für Schweizer Finanzdienstleister in den EU-Raum.⁵² Diese im ersten Teil der Arbeit gewonnene Erkenntnis gilt auch für die Marktmissbrauchsregulierung.

Die EU-Marktmissbrauchsbestimmungen sind für Finanzdienstleister aus Drittstaaten bzw. der Schweiz aus zwei Gründen von Relevanz: Zum einen gelangen gewisse Bestimmungen von MAR direkt zur Anwendung.⁵³ In diesem Umfang darf das Drittstaatenrecht den heimischen Finanzdienstleistern keine Hindernisse aufstellen. Zum andern statuieren verschiedene EU-Regularien zwecks Marktzutritt Äquivalenzvorgaben zu MAR.⁵⁴ Um diesen Marktzutritt zu erhalten,

⁵¹ Art. 122 ff. FinfraV.

⁵² Siehe Erster Teil Ziff. III (Ergebnis).

⁵³ Siehe hier den Konnex zu Erster Teil Ziff. II 2 lit. b/cc (Marktzutritt via direkter Anwendung europäischer Rechtsvorschriften).

⁵⁴ Siehe hier den Konnex zu Erster Teil Ziff. II 2 lit. b/bb (Marktzutritt via Äquivalenz).

sind die entsprechenden Regularien in den Drittstaaten gleichwertig auszugestalten. Dazu im Einzelnen:

1. Relevanz aufgrund direkter Anwendbarkeit der MAR für Finanzdienstleister in Drittländern

MAR gelangt für Finanzdienstleister aus Drittstaaten (etwa der Schweiz) aufgrund der in Art. 2 Abs. 4 MAR enthaltenen Drittstaaten-norm direkt zur Anwendung, sofern die im Anwendungsbereich von MAR bezeichneten Finanzinstrumente betroffen sind.⁵⁵

Dies bedeutet, dass Schweizer Finanzdienstleister, deren Tätigkeit einen Bezug zu diesen Finanzinstrumenten hat und die ihre Dienstleistungen in den EU-Raum erbringen wollen, die in MAR enthaltenen Verbote und Anforderungen einhalten müssen.⁵⁶ Der Schweizer Gesetzgeber muss daher sicherstellen, dass das Schweizer Recht im entsprechenden Umfang europakompatibel ausgestaltet ist bzw. dass keine Rechtsdisparitäten bestehen. Insofern stellt die direkte Anwendbarkeit von MAR Einfallstor für europäisches Recht dar.

⁵⁵ Art. 2 Abs. 1 und 2 MAR: Demnach finden die Bestimmungen von MAR Anwendung auf Geschäftshandlungen mit Bezug auf Finanzinstrumente, welche entweder an einem Handelsplatz gehandelt werden oder für welche ein Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt worden ist. Erfasst werden auch nicht auf einem Handelsplatz gehandelte Finanzinstrumente, sofern sie ihren Kurs oder Wert entweder von den Finanzinstrumenten ableiten oder einen Einfluss darauf haben. Zum Ganzen THOMA/DOBRAUZ-SALDAPENNA, 549 f.

⁵⁶ THOMA/DOBRAUZ-SALDAPENNA, 550.

2. Relevanz aufgrund von Äquivalenzanforderungen

Es ist vorwegzunehmen: MAR selbst statuiert keine Äquivalenzanforderungen.⁵⁷ Daraus darf aber nicht geschlossen werden, dass das massgebliche Schweizer Recht nicht dennoch äquivalent auszugestalten wäre. Äquivalenzanforderungen können nämlich auch in Drittstaaten-normen anderer Erlasse enthalten sein. Mit Bezug auf MAR finden sich diese in Art. 23 MIFIR⁵⁸.

Art. 23 enthält die Handlungspflicht für europäische Wertpapierfirmen. Diese müssen sicherstellen, dass ihre Geschäfte mit Aktien, die an einer EU-Handelsplattform zum Handel zugelassen sind, ausserhalb dem EU-/EWR-Raum grundsätzlich nur an Handelsplätzen getätigt werden, die seitens der europäischen Kommission als gleichwertig anerkannt worden sind⁵⁹. Diese Äquivalenzanerkennung ist für Schweizer Börsen äusserst wichtig und *per dato* noch ausstehend.⁶⁰

⁵⁷ So auch THOMA/DOBRAUZ-SALDAPENNA, 555.

⁵⁸ Eine weitere Drittstaatennorm mit Bezug zu MAR ist in Art. 28 Abs. 4 MIFIR enthalten. Ein Äquivalenzbeschluss gestützt auf diese Bestimmung erfordert ebenfalls Gleichwertigkeit zu MAR und soll sicherstellen, dass Geschäfte mit Derivaten, die der Handlungspflicht unterliegen, auch über Handelsplätze mit Sitz in Drittstaaten abgewickelt werden können. Da keine Derivatebörsen mit internationaler Tragweite ihren Sitz in der Schweiz haben, ist die Äquivalenzanerkennung nach Art. 28 Abs. 4 MIFIR (im Vergleich zu Art. 23 MIFIR) von untergeordneter Bedeutung.

⁵⁹ Diese Pflicht gilt ab Geltung von MIFIR, d.h. ab 3. Januar 2018.

⁶⁰ In der Schweiz ist die SIX und im Speziellen der Handel von Schweizer *Blue Chip* Aktien von dieser neuen Regelung betroffen. Über zwei Drittel des Umsatzes in *Blue Chip* Aktien werden durch im europäischen Raum domizilierte Teilnehmer an der SIX generiert. Dieses Handelsvolumen würde wegbrechen, zusammen mit weiteren verbundenen Dienstleistungen wie z.B. das *Clearing & Settlement* und die

Die Äquivalenzanforderung in Art. 23 MIFIR stellt den vorliegend relevanten Bezug zu MAR her: Gemäss Art. 23 Abs. 1 MIFIR ist für Drittstaatenhandelsplätze ein Äquivalenzentscheid gemäss Art. 25 Absatz 4 Bst. a MIFID II erforderlich. Diese Bestimmung wiederum wurde in rev.-MIFID II geändert. Gemäss Art. 1 Ziff. 2 rev.-MIFID II gilt ein Markt eines Drittstaates als einem „geregelten Markt“⁶¹ gleichwertig, wenn der Drittstaatenhandelsplatz rechtlich bindende Anforderungen erfüllt, die denjenigen gemäss MAR⁶² gleichwertig sind und ein entsprechender Äquivalenzbeschluss durch die europäische Kommission gefällt worden ist.

Der Schweizer Gesetzgeber muss somit sicherstellen, dass das Schweizer Recht zwecks Sicherstellung des Marktzutritts für Schweizer Handelsplätze (Art. 23 MIFIR) äquivalent zu MAR ausgestaltet ist.

Verwahrung. Für Emittenten wäre die Kotierung an der SIX angesichts der tieferen Handelsliquidität deutlich weniger attraktiv, wobei Neukotierungen ausbleiben und bestehende Kotierungen in die EU verschoben würden.

⁶¹ Zum Begriff des „geregelten Marktes“ und zu den entsprechenden regulatorischen Anforderungen: Art. 44 ff. MIFID II.

⁶² Der Äquivalenzbeschluss setzt nicht nur Gleichwertigkeit mit MAR voraus. Zu den weiteren Gleichwertigkeitsvorgaben siehe Art. 1 Ziff. 2 Unterabsatz 2 rev.-MIFID II.

IV. Marktmissbrauchsbestimmungen EU-Schweiz: Der Insiderhandel im Vergleich

Unter Ziff. III wurde dargelegt, dass die Schweizer Marktmissbrauchsbestimmungen zwecks Sicherstellung des Marktzutritts in den EU-Raum äquivalent auszugestalten und Rechtsdisparitäten zum EU-Recht zu verhindern sind. Nachfolgend wird mit Blick auf das Insiderrecht (als Teilbereich der Marktmissbrauchsbestimmungen) aufgezeigt, dass eine entsprechende Europäisierung des Schweizer Rechts weitgehend bereits erfolgt ist.⁶³

1. Schutzgedanke

Der *Insiderhandel* kann umschrieben werden als ungerechtfertigter Vorteil, der unter Ausnutzung privilegierter, nicht allgemein bekannter und kursrelevanter Informationen zum Nachteil Dritter erzielt wird.⁶⁴

Sowohl im Schweizer Recht als auch im Recht der EU stellt der Insiderhandel einen Teilbereich der Marktmissbrauchsbestimmungen dar. Beiden Rechtsordnungen ist derselbe Schutzgedanke inhärent: Sie verbieten den Insiderhandel, weil Insidergeschäfte die Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Investoren untergraben.

⁶³ Die Ausführungen erheben aber keinesfalls den Anspruch einer umfassenden Äquivalenzprüfung.

⁶⁴ Vgl. Erwägung 23 MAR sowie Botschaft BEHG, 6888.

2. Tatobjekt (Insiderinformation)

Im Schweizer Recht⁶⁵ wird die Insiderinformation als eine vertrauliche Information umschrieben. Als solche ist sie nicht allgemein zugänglich, sondern nur einem beschränkten Personenkreis.⁶⁶ Die fragliche Information muss zudem geeignet sein, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen.⁶⁷

Ein Blick in das europäische Recht⁶⁸ gibt ein vergleichbares Bild: Die Insiderinformation charakterisiert sich zum einen dadurch, dass sie „nicht öffentlich bekannt“ ist und im Falle der öffentlichen Bekanntheit geeignet wäre, den Kurs der betroffenen Finanzinstrumente „erheblich zu beeinflussen“.

Die beiden Kriterien „Vertraulichkeit“ und „Kursrelevanz“ dürften sich im Schweizer und im europäischen Recht wohl weitestgehend

⁶⁵ Art. 2 lit. j FinfraG. Die Vorschriften über den Marktmissbrauch (und damit auch betreffend den Insiderhandel vom BEHG materiell unverändert ins FinfraG überführt, BOTSCHAFT FINFRAG, 7584.

⁶⁶ Der Begriff „vertraulich“ wird im FINMA-RS 2013/13 Rz. 9 präzisiert. Dem Rundschreiben ist auch zu entnehmen, wann eine Information öffentlich ist, nämlich dann, wenn sie einem unbeteiligten Dritten aufgrund allgemein zugänglicher Quellen erlangt werden kann.

⁶⁷ Eine solche Kursrelevanz ist dann anzunehmen, wenn sie das Anlageverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen mag FINMA-RS 2013/8, Rz. 10.

⁶⁸ Art. 7 MAR.

entsprechen. Im Ergebnis kann damit von einer Gleichwertigkeit des Begriffs der „Insiderinformation“ ausgegangen werden.⁶⁹

3. Täterkreis

Nach der schweizerischen Gesetzeskonzeption⁷⁰ wird der Insiderhandel auf der Ebene des Aufsichtsrechts für sämtliche Marktteilnehmer verboten.⁷¹

Gleiches gilt nach der europäischen Gesetzeskonzeption, dies aufgrund der entsprechenden Auffangklausel.⁷²

4. Tathandlung

Das Schweizer Recht umfasst verschiedene Tathandlungen⁷³: Zum einen wird das Ausnützen der Insiderinformation zum Erwerb oder Veräußern von Effekten oder zum Einsatz daraus abgeleiteter Derivate erfasst. Als Ausnützen gilt auch das Ändern oder Stornieren eines Auftrages, sofern die ursprüngliche Auftragserteilung vor Erlangen der Insiderinformation erfolgte.⁷⁴ Erfasst wird aber auch die Mitteilung einer Insiderinformation oder die Abgabe einer darauf basieren-

⁶⁹ So im Ergebnis auch THOMA / DOBRAUZ-SALDAPENNA, 550.

⁷⁰ Art. 142 FinfraG.

⁷¹ BOTSCHAFT BEHG, 6898.

⁷² Art. 8 Abs. 4 MAR, insbesondere Unterabsatz 2 (Auffangklausel). Siehe auch THOMA / DOBRAUZ-SALDAPENNA, 551.

⁷³ Art. 142 Abs. 1 lit. a-c FinfraG.

⁷⁴ FINMA-RS 2013/8, Rz. 14.

den Empfehlung an einen Dritten zum Kauf bzw. Verkauf von Effekten oder zum Einsatz daraus abgeleiteter Derivate.

Auch die europäische Gesetzeskonzeption⁷⁵ erfasst im Ergebnis ebendiese Tathandlungen. Erfasst wird zum einen das Ausnützen einer Insiderinformation zwecks Erwerb oder Veräusserung von Finanzinstrumenten, auf die sich die Information bezieht. Der direkten Nutzung der Insiderinformation gleichgestellt wird die Nutzung einer Empfehlung, sofern die Person weiss oder hätte wissen müssen, dass die Empfehlung auf einer Insiderinformation beruht. Als Tathandlung gilt auch die unrechtmässige Offenlegung von Insiderinformationen.⁷⁶

Näher zu untersuchen sind aber die Begriffe „Effekten“ und „Finanzinstrumente“: Nach dem Schweizer Recht bezieht sich die Insiderinformation auf „Effekten“⁷⁷, nach europäischem Recht auf „Finanzinstrumente“⁷⁸. Unter den Begriffen „Effekten“ und „Finanzinstrumenten“ wird nicht dasselbe verstanden: Effekten sind „vereinheitlichte“ Produkte, die sich zum „massenweisen Handel eignen“. Daher werden etwa die eigens für eine Gegenpartei geschaffenen Produkte (sog. *taylor-made*-Produkte) vom Begriff „Finanzin-

⁷⁵ Art. 8 Abs. 1-3 MAR.

⁷⁶ Art. 10 MAR.

⁷⁷ Zum Begriff „Effekten“: Art. 2 lit. b FinfraG.

⁷⁸ Zum Begriff „Finanzinstrument“: Anhang I, Abschnitt C MIFID II. Eine Definition des Begriffs „Finanzinstrument“ existiert im Schweizer Recht *per dato* nicht, soll aber mit dem FIDLEG eingeführt werden, siehe BOTSCHAFT FIDLEG/FINIG, 8943.

strumente“ erfasst, nicht aber vom Begriff „Effekte“.⁷⁹ Indessen hat der Schweizer Gesetzgeber im Insiderrecht ebendiese OTC-Derivate durch die Wendung „oder daraus abgeleitete Derivate“⁸⁰ mit einbezogen.⁸¹ Diese Abweichung zum europäischen Recht wurde damit wohl eliminiert. Was aber bleibt ist die Divergenz im Bereich „Derivate“: Der Schweizer Gesetzgeber hat in der FinfraV zahlreiche Derivatekategorien ausgenommen, die im europäischen Recht erfasst sind.⁸²

Im Ergebnis sind im Untersuchungsgegenstand „Tathandlung“ Unterschiede in den beiden Rechtsordnungen auszumachen. Ob sich diese indessen im Rahmen einer Äquivalenzprüfung dereinst als massgeblich erweisen werden, kann nicht beurteilt werden.

⁷⁹ *Taylor-made*-Produkte eignen sich gerade nicht zum „massenweisen Handel“. Dies aber wird vom Effektenbegriff vorausgesetzt (Art. 2 lit. b FinfraG). Zur Abgrenzung zwischen den Begriffen „Finanzinstrument“ und „Effekte“ siehe auch die Überlegungen bei SCHÄREN/DOBRAUZ-SALDAPENNA/LIEBI, 196.

⁸⁰ Art. 142 lit. a und c FinfraG.

⁸¹ FINMA-RS 2013/8, Rz. 12.

⁸² Art. 2 Abs. 3 FinfraV bzw. Anhang I Abschnitt C MIFID II. Etwa die Derivatgeschäfte mit Bezug auf Klimavariablen, Frachtsätzen, Inflationsraten etc. gemäss Art. 2 Abs. 3 lit. c FinfraV (im Vergleich enthalten: Anhang I Abschnitt C Ziff. 10 MIFID II).

5. Zulässige Verhaltensweisen

Sowohl das europäische wie auch das schweizerische Recht kennen verschiedene Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels. Folgende Ausnahmen entsprechen sich in den Grundzügen⁸³:

- Ausnahmen für den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere (Art. 123-125 FinfraV bzw. Art. 5 Abs. 1 bis 3 MAR);
- Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung (Art. 126 FinfraV bzw. Art. 5 Abs. 4 und 5 MAR);
- Umsetzung eigener Entscheidungen (Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV bzw. 9 Abs. 5 MAR);
- Effektengeschäfte zwecks Erfüllung öffentlicher Aufgaben (Art. 127 Abs. 1 lit. b bzw. Art. 6 MAR);
- Erfüllungsgeschäfte (Art. 128 lit. a FinfraV bzw. Art. 9 Abs. 3 MAR);
- Ausnahme der Handlungen von juristischen Personen bei Implementierung von hinreichenden Informationsbarrieren (*Chinese Walls*, FINMA-RS 2013/8 Rz. 50 f. bzw. Art. 9 Abs. 1 MAR).

Das europäische Recht qualifiziert schliesslich auch die sog. Marktsondierung (*Market Sounding*) als legitime Handlung.⁸⁴ Als

⁸³ Im Rahmen einer Äquivalenzanalyse müsste vertieft werden, ob die unterschiedlichen Formulierungen der europäischen und schweizerischen Bestimmungen im Ergebnis ähnliche Wirkungen entfalten.

Marktsondierung definiert die MAR die Übermittlung von Informationen vor der Ankündigung eines Geschäfts durch den Emittenten, einen Zweitanbieter oder einen Dritten, der im Auftrag des Emittenten oder des Zweitanbieters tätig wird, an einen oder mehrere potenzielle Anleger, um das Interesse von potenziellen Anlegern an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen abzuschätzen.⁸⁵ *Prima vista* findet sich im Schweizer Recht kein Pendant. Indessen sollte sich der Tatbestand der Marktsondierung unter Art. 128 lit. b FinfraV subsumieren lassen.⁸⁶

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass das Schweizer Recht im Untersuchungsgegenstand der „zulässigen Verhaltensweisen“ weitgehend an das europäische Recht angeglichen worden ist.

V. Ergebnis

Die MAR ist für Schweizer Finanzdienstleister mit EU-Markttätigkeit in verschiedener Hinsicht von Relevanz. Zum einen sind Schweizer Finanzdienstleister in gewissen Konstellationen gehalten, Bestimmungen von MAR direkt anzuwenden. Schweizer Recht sollte hier keine Hindernisse in den Weg stellen. Zum andern muss mit Blick auf die bedeutende Drittstaatenorm von Art. 23 MIFIR die gleichwertige

⁸⁴ Art. 11 MAR.

⁸⁵ Art. 11 Abs. 1 MAR.

⁸⁶ So explizit ERLÄUTERUNGSBERICHT-BEHV, 12. Im Ergebnis wohl auch THOMA / DOBRAUZ-SALDAPENNA, 552.

Ausgestaltung des massgeblichen Schweizer Rechts im Auge behalten werden. Der Schweizer Gesetzgeber hat demnach Anlass dazu, dass Schweizer Marktmissbrauchsrecht dem europäischen Recht anzupassen.

Die Untersuchung hat gezeigt, dass die aufsichtsrechtlichen Insiderbestimmungen des Schweizer Rechts bereits weitgehend an das europäische Recht angeglichen worden sind.

SCHLUSSFOLGERUNG

Ziel der vorliegenden Arbeit war es zu ergründen, weshalb sich das Schweizer Finanzmarktrecht im Sog der Europäisierung befindet.⁸⁷

Es wurde festgestellt, dass die Europäisierung des Schweizer Finanzmarktrechts in erster Linie autonom, d.h. ohne Rechtsverpflichtung – etwa aus Staatsvertrag – erfolgt. Diese autonome Rechtsangleichung wird regelmässig durch Drittstaatennormen in europäischen Finanzmarkterlassen ausgelöst: Wollen Finanzdienstleister aus Drittstaaten – etwa der Schweiz – den Zugang zum EU-Markt, muss das Drittstaatenrecht in weiten Teilen äquivalent ausgestaltet sein.

Festzuhalten bleibt: Äquivalenz bedeutet „Gleichwertigkeit im Ergebnis“. Damit aber ist und bleibt die Feststellung der Äquivalenz durch die zuständige EU-Behörde letztlich eine Ermessensangelegenheit.

⁸⁷ Siehe Einleitung.
