

## Wettbewerb als Regelungsziel der europäischen Finanzmarktgesetzgebung

### I. Einleitung

Betrachtet man die Erwägungen des Gesetzgebers oder gängige Darstellungen zum Finanzmarktrecht, werden als gesetzliche Regelungsziele stets Anlegerschutz und Funktionsschutz genannt. Unter Anlegerschutz versteht man den Individualschutz der Anleger und häufig auch den Schutz der Gesamtheit der Anleger, bei dem der Einzelne reflexartig geschützt wird. Funktionsschutz umfasst die Rahmenbedingungen des Finanzmarkts inklusive der Systemstabilität. Diese Sichtweise greift meines Erachtens zu kurz, da auch das Thema „Wettbewerb“ eine zentrale Rolle in der Finanzmarktgesetzgebung spielt. Man möchte ein *level playing field* schaffen.

Besonders deutlich wird dieser Aspekt im europäischen Finanzmarktaufsichtsrecht, da es dort gerade nicht nur um den Wettbewerb innerhalb eines Kapitalmarkts geht, sondern um die Integration der verschiedenen Märkte der Mitgliedstaaten in einen einheitlichen Binnenmarkt. Daher bezweckt der europäische Gesetzgeber den Abbau rechtlicher Hemmnisse, die eine Marktabschottung und Wettbewerbsverzerrungen bewirken. Auf diese Weise soll den Anbietern von Finanzdienstleistungen und deren Kunden ein EU-weiter grenzüberschreitender Leistungsaustausch ermöglicht werden.

Das „Allheilmittel“ des Abbaus rechtlicher Hindernisse und der Schaffung neuer Rahmenbedingungen ist allerdings – wie jede Medizin – mit Risiken und Nebenwirkungen verbunden. Der einem guten Zweck dienende Abbau rechtlicher Hemmnisse kann sich etwa als zu lax erweisen und ein *race to the bottom* auslösen oder Finanzmarktteilnehmer zu einem *moral hazard* verleiten. Regelungen können aber auch neue Wettbewerbsverzerrungen auslösen. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Akteure der EU-Gesetzgebung nicht nur bei der Deregulierung, sondern auch bei der Schaffung neuer Regeln die Auswirkungen auf den Wettbewerb im Blick haben.

---

\* Prof. Dr. iur., LL.M., Ordinarius für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich.

Zudem ist in der EU eine rege Diskussion darüber entbrannt, ob man einen Wettbewerb der Rechtsordnungen möchte oder ein einheitliches System, in dem nur die ökonomischen Parameter im Wettbewerb stehen<sup>1</sup> – eine Diskussion, auf die hier aus Platzgründen nicht eingegangen werden kann.

Das Thema des Wettbewerbs als Regelungsziel des Finanzmarktrechts ist aus schweizerischer Sicht von besonderer Relevanz. Als Nichtmitglied von EU und EWR hat die Schweiz ein besonderes Interesse daran, dass schweizerische Anbieter zu gleichen Wettbewerbsbedingungen Zugang zum europäischen Binnenmarkt erhalten wie in der EU ansässige Anbieter. Zudem lassen sich aus dem Vorgehen der EU auch gewichtige Rückschlüsse für die Regulierung des heimischen Marktes ziehen. Denn der schweizerische Gesetzgeber versucht, bei der Ausgestaltung des Finanzmarktrechts die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts zu erhalten (vgl. Art. 5 FINMAG). Er übernimmt oft EU-Recht, um Zugang zum Binnenmarkt zu bekommen und/oder um gleich lange Spiesse der beteiligten Marktakteure herzustellen.

Im Folgenden wird anhand von drei Beispielen aus dem Finanzmarktrecht, nämlich Verhaltenspflichten (II.), Drittstaatenzugang (III.) und Marktmissbrauch (IV.), die Bedeutung des Wettbewerbs als ein Regelungsziel des Finanzmarktrechts näher beleuchtet. Ich hoffe, dass diese Überlegungen das Interesse von ANDREAS KELLERHALS finden, der im Rahmen seiner Tätigkeit als Direktor des Europa Instituts und des LL.M.-Studiengangs Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich das europäische Wirtschaftsrecht wissenschaftlich begleitet und es hervorragend versteht, Veranstaltungen zu aktuellen Themen aus dem Wirtschafts- und Europarecht zu organisieren und zu gestalten.

## **II. Die Verhaltenspflichten gegenüber Kunden**

### **1. Segré-Bericht**

Die Regelung des Europäischen Finanzmarktrechts beschränkte sich zunächst auf die Bestimmungen des EWG-Vertrags über die Niederlassungs-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheit. Die Kommission erkannte jedoch sehr früh, dass nicht nur die in den damaligen Art. 67 ff. EGV geregelte Verwirklichung der Kapitalverkehrsfreiheit, sondern die Integration der Kapitalmärkte insgesamt

---

<sup>1</sup> Vgl. statt vieler KIENINGER EVA-MARIA, Wettbewerb der Privatrechtsordnungen im Europäischen Binnenmarkt, Tübingen 2002, 350 ff.

notwendig war, um die Voraussetzungen für die Verwirklichung der übrigen Grundfreiheiten und damit für die Vollendung des Binnenmarkts zu schaffen. Sie veröffentlichte 1966 den sog. Segré-Bericht, der die notwendigen Schritte zum Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts beschrieb.<sup>2</sup> Er ging von dem Leitbild aus, dass eine Markterweiterung durch Beseitigung rechtlicher Hindernisse erfolgen müsse und dies zu einer wechselseitigen Durchdringung der Kapitalmärkte („verbesserte Mobilität des Kapitals“) führe. Dies wiederum schaffe einen besseren Ausgleich von Angebot und Nachfrage innerhalb des Binnenmarkts und günstigere Bedingungen sowie verbesserte Finanzierungsinstrumente. Im Segré-Bericht findet sich also bereits sehr frühzeitig der Gedanke eines *level playing field* der Anbieter.

## 2. Phase der vollständigen Rechtsangleichung

Als Mittel zur Beseitigung der rechtlichen Schranken wählte die Kommission zunächst die vollständige Rechtsangleichung. Diese Vorgehensweise entpuppte sich als schwierig im Hinblick auf die Auswahl der zu harmonisierenden Bereiche und die Massstäbe für eine Rechtsangleichung. Immerhin war im Kapitalmarktrecht die Grundannahme unstreitig, dass ein freier grenzüberschreitender Kapitalverkehr integrationspolitisch sehr sinnvoll und für eine Produktivitätssteigerung äusserst wichtig ist.<sup>3</sup> Gleiches galt für die Liberalisierung der Finanzdienstleistungen und die wechselseitige Öffnung der geregelten Märkte.

Das Vorgehen im Detail war noch recht anfängerhaft. So fehlte ein einheitliches Regelungskonzept. Stattdessen diente je nach Regelungsbereich das Recht eines Mitgliedstaats als Vorbild.<sup>4</sup> Die so entwickelten Regeln passten sich nicht immer nahtlos in die Regelungskonzepte anderer Staaten ein. Daher kam die Harmonisierung in den 1970er Jahren nur schleppend voran. Insbesondere das Vorhaben einer umfassenden Harmonisierung der Bankenaufsicht<sup>5</sup> liess sich nicht durchsetzen. Gerade der Beitritt Grossbritanniens erwies sich als Hemmschuh. Es hatte im Unterschied zu allen anderen damaligen Mitgliedstaaten ein Trenn-

---

<sup>2</sup> Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts: Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel 1966, 15 ff., 39 ff.

<sup>3</sup> Statt vieler MEIER-SCHATZ CHRISTIAN, Europäische Harmonisierung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, WuR 1989, 84, 94.

<sup>4</sup> HOPT KLAUS J., Harmonisierung im europäischen Gesellschaftsrecht, ZGR 1992, 265, 273; CHARLES ABRAMS, The Investment Services Directive, in: MOORE (ed.), Financial Services in the New Europe, London/Dordrecht/Boston 1993, 311, 317.

<sup>5</sup> Entwurf einer Richtlinie zur Koordinierung der Rechte und Verwaltungsvorschriften für die Aufnahme und Ausübung der selbständigen Tätigkeiten der Kreditinstitute, Dok. XIV/508/72.

bankensystem, auf das die geplante Richtlinie nicht passte, da diese auf der Idee des Universalbankensystems basierte.

### 3. Konzept der Mindestharmonisierung

Die EG erkannte, dass ihr bisheriges Vorgehen nicht rasch genug zum Ziel führen würde und vollzog daher 1985 einen grundlegenden Wechsel in der Wahl ihrer Mittel zur Rechtsangleichung.<sup>6</sup> Man ging nun von folgenden vier Grundprinzipien aus: (i) Mindestharmonisierung der Rahmenbedingungen für die Geschäftstätigkeit, (ii) Prinzip der gegenseitigen Anerkennung der nicht harmonisierten Normen, das sich auf die *Cassis-de-Dijon*-Rechtsprechung des EuGH<sup>7</sup> stützte, (iii) Prinzip der Herkunftslandkontrolle. (iv) Im Bank-, Finanzdienstleistungs- und Versicherungsrecht kam der „Europäische Pass“ hinzu, wonach eine gemeinschaftsweite Tätigkeit nur der Zulassung im Heimatstaat bedarf.

Die gegenseitige Anerkennung mitgliedstaatlicher Normen bietet im Vergleich zum Konzept einer reinen Inländergleichbehandlung einen entscheidenden Vorteil. Ein grenzüberschreitend tätiger Hersteller oder Dienstleistungsanbieter muss nicht Normen aus einer Vielzahl von Rechtsordnungen beachten, die sich unter Umständen gar widersprechen. Er kann sich darauf verlassen, dass sein nach Heimatrecht zulässiges Produkt grundsätzlich auch in den anderen Staaten vertrieben werden kann, ohne dass die dort geltenden technischen oder qualitativen Standards beachtet werden müssen, es sei denn, diese sind aus zwingenden Gründen erlassen worden. Die gegenseitige Anerkennung bewirkt den Abbau von Beschränkungen und damit eine echte Marktintegration.

Um zu verhindern, dass es zu einem *race to the bottom* kommt, weil sich alle Anbieter in dem Mitgliedstaat mit den geringsten Anforderungen niederlassen, bedarf es eines Korrektivs. Dieses besteht im Prinzip der Mindestharmonisierung, die nicht nur eine zu laxe Regulierung verhindert, sondern zugleich auch alle unterhalb der Schwelle der Mindestregulierung liegenden Unterschiede der nationalen Rechte beseitigt und so Handelshemmnisse abbaut.

Im Bereich der Verhaltenspflichten findet man den Grundsatz der Mindestharmonisierung erstmals in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG).

---

<sup>6</sup> EG-Kommission, Weissbuch an den Rat „Vollendung des Binnenmarkts“, KOM (85) 310 endg. vom 14. Juni 1985, 27 f. Der Wechsel wurde 1987 in der Einheitlichen Europäischen Akte vom 17./28. Februar 1986 verankert (vgl. Art. 8a, später Art. 7a, und Art. 100a EGV, ABl EG L 169 vom 29. Juni 1987, 1 ff.).

<sup>7</sup> EuGH, Slg. 1979, 649 ff. – Rewe/Bundesmonopolverwaltung.

Wörtlich bestimmte deren Art. 11 Abs. 1 Satz 1: „Diese Regeln müssen zumindest die Beachtung der unter den nachstehenden Gedankenstrichen aufgeführten Grundsätze gewährleisten ...“. Den Mitgliedstaaten blieb es folglich unbenommen, die Verhaltenspflichten strenger zu regulieren. Weil diese Pflichten am *Point of Sale* gegenüber Kunden galten, wich man vom Prinzip der Herkunftslandkontrolle ab und Art. 11 Abs. 2 bestimmte, dass die Überwachung durch die Aufsichtsbehörde des Staats erfolgte, in dem die Leistung erbracht wurde. Damit war stets das Niveau der Verhaltenspflichten im Zielland massgebend und eine Wertpapierfirma, die in mehreren Mitgliedstaaten tätig war, wurde zur Beachtung verschiedener Wohlverhaltensregeln gezwungen. Die Kombination von Mindestharmonisierung und Ziellandkontrolle erwies sich letztlich nicht als erfolgreich, weil sie die Marktabschottung nicht beseitigte, sondern alte Hürden beibehielt oder gar neue aufbaute. Mit der Ziellandkontrolle wollte man zum Schutze der Anleger innerhalb eines Marktes gleiche Bedingungen erreichen. Dabei übersah man jedoch, dass dies letztlich eine Marktabschottung bewirkte. Es setzten sich nicht die Anbieter mit den besten Konditionen durch, sondern diejenigen, die im Zielland beheimatet waren. Anbieter aus anderen Mitgliedstaaten scheuten oft den Initialaufwand, sich mit den Wohlverhaltensregeln im Zielland vertraut zu machen.

#### 4. Allmählicher Abschied von der Mindestharmonisierung

2004 wurde die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie durch die im Wege des Lamfalussy-Verfahrens erlassene Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (2004/39/EG) abgelöst (nach ihrer englischen Abkürzung als MiFID I bezeichnet). Sie enthielt in Art. 19 und in der Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG sehr viel detaillierte Wohlverhaltensregeln, um das unterschiedliche Schutzniveau in den Mitgliedstaaten anzugleichen und die erkannten Defizite zu beseitigen. Art. 4 der Durchführungsrichtlinie sah zudem eine Mindest- und Höchstharmonisierung der Verhaltens- und Organisationspflichten vor. Er erlaubte über die Richtlinie hinausgehende Anforderungen nur in aussergewöhnlichen Fällen zur Steuerung spezifischer, durch die Richtlinie nicht angemessen abgedeckter Risiken für den Anlegerschutz oder die Marktintegrität. Zudem verlangte Art. 4 eine sachliche Rechtfertigung für allfällige strengere Vorschriften und die Beachtung der Verhältnismässigkeit. Schliesslich musste eine der folgenden Bedingungen erfüllt sein: (1) Die spezifischen Risiken, auf die die Vorschriften abstellten, mussten für die Marktstruktur des betreffenden Mitgliedstaats von besonderer Bedeutung sein oder (2) die Vorschriften stellten auf Risiken oder Probleme ab, die nach dem Zeitpunkt der Anwendbarkeit der Richtlinie auftraten oder sichtbar wurden und nicht durch andere Gemeinschaftsmassnahmen geregelt waren.

Diese hohen Hürden waren kaum je zu überwinden, so dass man – obwohl in Richtlinienform geregelt – faktisch die Wirkung einer Verordnung erzielte. Wenn es noch Unterschiede zwischen den mitgliedstaatlichen Regelungen gab, beruhten diese auf einer unterschiedlichen Richtlinienumsetzung, doch waren diese Unterschiede marginal. Da somit die Verhaltenspflichten in der EU „nach unten und oben“ harmonisiert waren, spielte es keine Rolle mehr, dass man in Art. 32 Abs. 7 MiFID I weiterhin eine Ziellandkontrolle für Zweigniederlassungen in Bezug auf Verhaltenspflichten vorsah.

2014 wurde MiFID I durch eine völlig überarbeitete Neufassung und eine Verordnung – MiFID II (2014/65/EU) und MiFIR (600/2014/EU) – ersetzt. Die Verhaltenspflichten (Art. 24 ff.) wurden nochmals präzisiert und ausgebaut. Aus MiFID I hatte man nun die Lehre gezogen, dass bei Verhaltenspflichten eine Vereinheitlichung notwendig sei, die möglichst ohne Umsetzung durch die Mitgliedstaaten auskommt. Daher enthält die Delegierte Verordnung 2017/565/EU heute eine komplette Vereinheitlichung der Verhaltensregeln im Wertpapiergeschäft. Nachdem die rechtlichen Rahmenbedingungen übereinstimmen, können sich der Preis- und Konditionenwettbewerb sowie der Wettbewerb über die Qualität der Dienstleistung entfalten.

### **III. Marktöffnung durch Drittstaatenzugang**

#### **1. Drittstaatenzugang als Mittel zur Stärkung des Wettbewerbs**

Die Öffnung des Finanzmarkts für Anbieter aus Drittstaaten ist lohnend, da sie eine Markterweiterung bewirkt und mehr Liquidität, Innovation sowie Produktdifferenzierung schafft. Insgesamt nimmt der Wettbewerb zu. Daher war die EG bzw. EU immer schon bestrebt, nicht nur einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu schaffen, sondern diesen auch für Produkte und/oder Anbieter von Finanzdienstleistungen aus Drittstaaten zugänglich zu machen.

Eine Marktöffnung birgt jedoch auch die Gefahr von Externalitäten für den Binnenmarkt, wenn Drittstaaten ihr Aufsichtsrecht laxer gestalten (dürften) als die EU oder wenn Anbieter aus Drittstaaten weniger streng beaufsichtigt würden als Anbieter aus der EU (*contagion*, *spill-over*-Effekte, Wettbewerbsverzerrung zulasten der heimischen Anbieter). Es bestünde zudem die Möglichkeit einer Regulierungsarbitrage, eines *race to the bottom* im Aufsichtsrecht oder die Gefahr unseriöser Angebote aus den Drittstaaten.

Die Regelung des Zugangs von Drittlandfirmen zu den Finanzmärkten der EG bzw. EU unter MiFID I war noch denkbar einfach. Man überliess die damit verbundenen Fragen weitgehend der Regulierungskompetenz der Mitgliedstaaten. Diese verlangten häufig eine Präsenz im Inland. Manche Staaten, wie etwa Luxemburg oder die Niederlande, verzichteten hierauf jedoch<sup>8</sup> oder stellten, wie etwa Deutschland, Institute aus Drittstaaten von der Zulassungspflicht frei, soweit sie in ihrem Heimatstaat vergleichbaren Anforderungen unterlagen (§ 2 Abs. 4 KWG). Die dadurch verursachte Rechtszersplitterung war gross und führte für Institute aus Drittstaaten zu der unbefriedigenden Situation, dass ein Institut in jedem Mitgliedstaat andere Anforderungen erfüllen musste. Darin lag zugleich ein Hindernis für einen freien Wettbewerb.

## 2. Der „gespaltene“ Drittstaatenzugang

Man war daher bestrebt, bei den Beratungen zu MiFID II eine Verbesserung dieser Situation zu erreichen. Die EU hat in nahezu allen neueren Rechtsakten zu Finanzprodukten, Finanzmärkten oder Finanzintermediären Regelungen über den Drittstaatenzugang aufgenommen. Der dabei meist<sup>9</sup> gewählte Mechanismus ist recht einfach: Man verlangt die Einhaltung der EU-Regelungen, es sei denn, dass das Drittland ein gleichwertiges Schutzniveau kennt.<sup>10</sup> Bei der MiFID II war jedoch der Widerstand der Mitgliedstaaten überraschend gross; sie wollten nicht auf ihre Kompetenzen verzichten.<sup>11</sup> Man hat sich auf einen Kompromiss verständigt und eine zweigeteilte Regelung geschaffen:

(1) Bietet die Drittlandfirma ihre Leistungen an in der EU ansässige professionelle oder institutionelle Kunden an (geborene professionelle Kunden i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 i.V.m. Anhang II Abschnitt I der MiFID II sowie geeignete Gegenparteien i.S.v. Art. 30 Abs. 2 MiFID II), richtet sich die Zulassung und Beaufsichtigung nach den Art. 46-49 MiFIR. Diese sehen EU-weit einheitliche Bedingungen für das Tätigwerden in der EU vor. Sofern Aufsichtsrecht und Beaufsichtigung im Drittstaat äquivalent zu denen der EU sind, bedarf die Dritt-

---

<sup>8</sup> BARTHOLET OLIVER, Rechtliche Herausforderungen und Konfliktzonen im grenzüberschreitenden „Private Banking“, SZW 2013, 383, 388 f.

<sup>9</sup> Zu den übrigen denkbaren Regulierungsansätzen EGGEN MIRJAM/SCHAEFER RUPERT, Regulierung grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzmarktrecht, GesKR 2013, 368, 371 ff.

<sup>10</sup> Einen sehr guten Überblick über die Anforderungen in den einzelnen Rechtsakten gibt ZETZSCHE DIRK, Drittstaaten im Europäischen Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: BACHMANN/BREIG (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität in Deutschland, Europa und Russland, Tübingen 2014, 47 ff.

<sup>11</sup> Die Einzelheiten der Debatte sind wiedergegeben bei SETHE ROLF, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, 615, 619 ff.

landfirma keiner separaten Zulassung in der EU. Sie wird von ihrer Heimatlandaufsicht beaufsichtigt und darf europaweit ihre Leistungen anbieten.

Um Wettbewerbsverzerrungen zu verhindern, untersagt Art. 46 Abs. 3 MiFIR den EU-Mitgliedstaaten, zusätzliche aufsichtsrechtliche Erfordernisse für die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen aufzustellen oder Drittlandfirmen zu bevorzugen.

(2) Werden dagegen Leistungen an in der EU ansässige Retailkunden (Kleinanleger und Personen, die sich vom Kleinanleger zum professionellen Kunden haben hochstufen lassen, vgl. Art. 4 Abs. 1 Nr. 10, 11 i.V.m. Anhang II Abschnitt II der MiFID II) erbracht, sind weiterhin die Mitgliedstaaten zuständig (Art. 39-43 MiFID II). Ihnen steht nach der Richtlinie ein Wahlrecht zu, ob sie die Errichtung einer Zweigniederlassung verlangen oder hierauf verzichten.

Entscheidet sich ein Mitgliedstaat gegen eine Pflicht zur Errichtung einer Zweigniederlassung, legt er die Rahmenbedingungen fest, die Drittlandfirmen bei einer Leistungserbringung auf seinem Kapitalmarkt zu befolgen haben. Die MiFID II enthält keine näheren inhaltlichen Vorgaben, so dass sich die Grenzen der Regelungsbefugnis allein aus dem GATS<sup>12</sup> bzw. aus allfälligen zwischenstaatlichen Verträgen ergeben. Allerdings wird der jeweilige Mitgliedstaat faktisch an MiFID II angelehnte Verhaltens- und Organisationspflichten verlangen, um Wettbewerbsverzerrungen auf seinem Kapitalmarkt zu verhindern.

Verlangt der Mitgliedstaat eine Zweigniederlassung, darf er nicht beliebige Anforderungen stellen, sondern muss die Vorgaben der Art. 39 ff. MiFID II beachten. Unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsgleichheit bedeutend ist Art. 41 Abs. 2 Unterabs. 2 MiFID II, der den Mitgliedstaaten untersagt, zusätzliche Anforderungen an die Errichtung und den Betrieb einer Zweigniederlassung zu stellen. Die genannten Vorgaben der MiFID II stellen also eine Maximalharmonisierung dar. Zugleich wird auch der umgekehrte Vorgang untersagt, nämlich der Zweigniederlassung von Drittlandfirmen günstigere Bedingungen als den Unionsfirmen zu gewähren.

Anders als bei den Verhaltenspflichten, bei denen mittlerweile eine Vereinheitlichung erreicht wurde, ist dies beim Drittstaatenzugang für Finanzdienstleister also noch nicht vollständig gelungen: (i) Bei Leistungen an professionelle oder institutionelle Kunden wurde im Wege der Verordnung eine EU-weite Vereinheitlichung erreicht. (ii) In Bezug auf Leistungen an Retailkunden im Wege der

---

<sup>12</sup> General Agreement on Trade in Services vom 15. April 1994.



Zweigniederlassung enthält die MiFID II ein Verbot der Diskriminierung von Drittlandfirmen. Im Retailmarkt bleiben dennoch Wettbewerbshindernisse bestehen, da eine Drittlandfirma in jedem Mitgliedstaat, in dem sie Leistungen anbieten will, eine Zweigniederlassung benötigt, weil sie nicht den Vorteil des Europäischen Passes genießt. (iii) Einzig in Bezug auf Mitgliedstaaten, die für Drittlandfirmen keine Zweigniederlassung vorschreiben, fehlt ein ausdrückliches Diskriminierungsverbot.

## **IV. Marktmissbrauch**

### **1. Die Insiderrichtlinie**

Die Union griff das Thema Marktmissbrauch erstmals mit der Insiderrichtlinie (89/592/EWG) auf, die das Verbot des Insiderhandels (Ausnutzen, Weitergeben und Empfehlen auf Grundlage einer Insiderinformation) regelte. Die Richtlinie war als Mindestharmonisierung ausgestaltet (Art. 6). Sie überliess die wegen Insiderhandels zu verhängenden Sanktionen den Mitgliedstaaten und machte nur die Vorgabe, dass diese einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften der Richtlinie darstellen mussten (Art. 13).

### **2. Die Marktmissbrauchsrichtlinie**

Die Insiderrichtlinie wurde durch die Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) ersetzt, die einen weiteren Anwendungsbereich (Marktmanipulation, Ad-hoc-Publizität, Insiderlisten und Directors' Dealings) aufwies. Art. 14 Abs. 1 liess das Recht der Mitgliedstaaten zur Verhängung strafrechtlicher Sanktionen unberührt. Die Richtlinie verpflichtete die Mitgliedstaaten aber, entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht dafür zu sorgen, dass bei Verstössen gegen die verantwortlichen Personen geeignete Verwaltungsmassnahmen ergriffen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden können. Diese Massnahmen mussten wirksam, verhältnismässig und abschreckend sein.

2007 untersuchte das Committee of European Securities Regulators (CESR) die Frage, ob die den mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden zur Verfügung stehenden Befugnisse gleichwertig sind. Sein Bericht belegte einerseits einen hohen Grad an Übereinstimmung bei den Aufsichtsbefugnissen, zeigte andererseits aber erhebliche Unterschiede in Bezug auf Art, Ausmass und Anwendung von

verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen auf.<sup>13</sup> Es folgte ein weiterer Bericht über die in den einzelnen Mitgliedstaaten zur Durchsetzung ergriffenen Massnahmen auf dem Gebiet des Verwaltungs- und des Strafrechts,<sup>14</sup> der gravierende Unterschiede bei den Sanktionen zutage förderte. Eine hochrangige Expertengruppe bemängelte daher 2009, dass die Aufsicht ihre Aufgabe „mit schwachen, von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat höchst unterschiedlichen Sanktionen [...] nicht erfüllen [kann]. Inner- wie ausserhalb der EU müssen sämtliche Aufsichtsbehörden auf jeden Fall über ausreichend konvergente, strenge und abschreckende Sanktionsmöglichkeiten verfügen“.<sup>15</sup> Im Dezember 2010 folgte eine Mitteilung der EU-Kommission,<sup>16</sup> die drei Gefahren sah: Die fehlende Abschreckung und unwirksame Anwendung von Sanktionen könne zur Nichteinhaltung der einschlägigen Vorschriften führen. Diese gefährde Verbraucherschutz und Marktintegrität. Schliesslich befürchtete die Kommission Wettbewerbsverzerrungen im Binnenmarkt. Diese Befürchtung beruhte auf der Annahme, dass sich Finanzinstitute einen Standort *allein* deshalb aussuchen, weil dort die schwächste Sanktionsregelung besteht. Hieran muss man ernste Zweifel anmelden, denn Fälle, in denen Kriminelle bewusst Staaten mit schwachen Sanktionen herausgesucht haben, um Insiderhandel zu begehen, sind nie bekannt geworden. Wesentlich realistischer dürfte dagegen die Befürchtung gewesen sein, dass das Regelungsgefälle die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden gefährdet, weil Behörden mit strengem Sanktionsregime keine Fälle an solche Behörden abgeben, deren Sanktionsmöglichkeiten als lasch gelten.

### 3. Die Marktmissbrauchsverordnung

Um einen möglichst einheitlichen Rechtsrahmen zu erreichen, wurde daher 2014 die Marktmissbrauchsverordnung (596/2014/EU) erlassen, womit eine EU-weite Einheitlichkeit des materiellen Rechts sichergestellt war. In Bezug auf die strafrechtlichen Sanktionen verabschiedete man eine Richtlinie (2014/57/EU). Damit

---

<sup>13</sup> An Evaluation of Equivalence of Supervisory Powers in the EU under the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive – A Report to the Financial Services Committee (FSC), vom Juni 2007, CESR/07-334b, N 9.

<sup>14</sup> Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) vom 17.10.2007, CESR/07-693, sowie Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) vom Februar 2008, CESR/08-099.

<sup>15</sup> Bericht der hochrangigen Expertengruppe „Finanzaufsicht in der EU“ unter dem Vorsitz von JACQUES DE LAROSIÈRE vom 25. Februar 2009, N 201.

<sup>16</sup> Mitteilung der EU-Kommission, Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor vom 8. Dezember 2010, KOM (2010) 716 endg.

machte die Kommission erstmals von der ihr mit dem Lissabon-Vertrag übertragenen Befugnis Gebrauch, politische Massnahmen der EU mit Hilfe strafrechtlicher Sanktionen effektiver durchzusetzen (Art. 67 Abs. 3, 83 Abs. 2 AEUV).

## V. Fazit

Das EU-Finanzmarktrecht verfolgt nicht nur die Ziele Anlegerschutz und Funktionsschutz, sondern berücksichtigt auch die Auswirkungen von Regulierungen auf den Wettbewerb zwischen Märkten, aber auch innerhalb derselben. Der Stellenwert dieses weiteren Ziels ist im Vergleich zu den beiden anderen Zielen jedoch nicht so akzentuiert: Seine Bedeutung war zu Beginn der Finanzmarktharmonisierung gering und nimmt mit jeder Reform des Finanzmarktrechts zu.

Dass die Auswirkungen auf den Wettbewerb ein wichtiges Regulierungsanliegen sind, zeigt sich sowohl bei den Marktverhaltenspflichten als auch bei den Marktzugangsrechten sowie den Sanktionen gegen Marktmissbrauch. Dabei wird sogar das Finanzmarktstrafrecht unter Hinweis auf mögliche Wettbewerbsverzerrungen vereinheitlicht.

Das wichtigste Mittel zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen war und ist die allmähliche Aufgabe des Grundsatzes der Mindestharmonisierung kombiniert mit einem Wechsel des Regulierungsinstruments. An die Stelle der Richtlinie trat und tritt mehr und mehr die Verordnung und zwar zunächst auf Stufe 2, später dann auch auf Stufe 1 des Lamfalussy-Verfahrens.

Nicht näher untersucht werden kann hier die Rolle des Wettbewerbs in der schweizerischen Finanzmarktgesetzgebung. Dass das Thema ebenfalls relevant ist, zeigt sich spätestens dann, wenn eine EU-Regelung nicht 1:1 übernommen wird und man zum Instrument des „Swiss Finish“ greift, das auch dazu dient, Erleichterungen für inländische Anbieter zu schaffen. Die Schweiz als Drittstaat kann sich solche Alleingänge erlauben, es sei denn, sie ist auf eine Äquivalenzanerkennung durch die EU angewiesen.