

Universität Wien  
Rechtswissenschaftliche Fakultät

## **Exposé zum Dissertationsvorhaben**

Vorläufiger Titel der Dissertation:

Schweizerische Emittenten und Wertpapierdienstleister am  
EU-Markt

angestrebter akademischer Grad:  
Doktor der Rechtswissenschaften (Dr. iur.)

Betreuer:  
**Univ. Prof. Dr. Josef Aicher**

**vorgelegt von**  
**Mag. iur. Patrick Mandl**

## 1. Einleitung

In der Globalisierungskritik wird aufgrund immer wiederkehrender Krisen auf dem Kapitalmarkt und deren Einfluss auf die reale Wirtschaft eine strikte Regulierung des Kapitalmarktes gefordert. Freie Märkte würden in allen Branchen funktionieren, nur im Finanzwesen nicht.<sup>1</sup>

Dieser Trend zu einer immer stärkeren Regulierung ist insbesondere in der Rechtssetzung der EU zu beobachten. Sämtliche Marktteilnehmer auf den Finanzmärkten unterliegen immer stärkeren Regeln.

Bereits 1966 wurde durch einen von der Kommission in Auftrag gegebenen Expertenbericht, den „Segré-Bericht 1966“ ein einheitlicher europäischer Kapitalmarkt gefordert.<sup>2</sup>

Die Europäische Kommission hat 1999 einen „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“<sup>3</sup> beschlossen, der im Jahr 2000 durch den Europäischen Rat angenommen wurde. Nach diesem Aktionsplan sollte bis 2005 ein Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen geschaffen werden.

Nach der „Entschließung des Europäischen Rates über eine wirksamere Regulierung der Wertpapiermärkte in der Europäischen Union“ im Jahr 2001 sollte darüber hinaus bereits bis 2003 ein integrierter europäischer Wertpapiermarkt geschaffen werden.

Sodann wurde durch den Rat ein „Ausschuss der Weisen“ unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy damit beauftragt, einen Bericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vorzulegen<sup>4</sup>. Aufgrund der Empfehlungen des Ausschusses der Weisen beruht die EU-Rechtssetzung im Bereich der Finanzdienstleistungen auf einem Vier-Stufen-Modell. Dabei wurden zwei Einrichtungen neu geschaffen, der sog „Wertpapierausschuss“ und der sog „Ausschuss

---

<sup>1</sup> Weik/Friedrich, Krisen sind gewollt, Trend 9/2016, 14 f.

<sup>2</sup> Europäische Wirtschaftsgemeinschaft – EG-Kommission, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkts – Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe 1966 (Segré-Bericht – benannt nach dem Vorsitzenden).

<sup>3</sup> KOM (1999) 232 vom 11. Mai 1999.

<sup>4</sup> Beschluss des Rates vom 17. Juli 2000.

der Wertpapierregulierungsbehörden“ (Committee of European Securities Regulators – CESR).

Seither war die EU-Rechtsetzung äußerst aktiv und hat eine Vielzahl von kapitalmerkrechlichen Richtlinien und Verordnungen erlassen, die sowohl für Emittenten von Wertpapieren als auch für Finanzdienstleister bzw Wertpapierfirmen von enormer Bedeutung sind.

Die EU ist der mit Abstand wichtigste Wirtschaftspartner der Schweiz. Dies veranlasst die Schweiz dazu, die EU-Konformität ihrer Gesetzgebung systematisch zu überprüfen, um unnötige Differenzen zu vermeiden. Ein Beitritt der Schweiz zum EWR hätte der schweizerischen Wirtschaft den freien Zugang zum europäischen Binnenmarkt mit seinen Grundfreiheiten ermöglicht. Der Beitritt zum EWR scheiterte jedoch in der im Dezember 1992 abgehaltenen Volksabstimmung. In der Folge wurden zwischen der EU und der Schweiz bilaterale Verträge abgeschlossen, die sog „Bilateralen I“ und „Bilateralen II“. Zu einem Abschluss bilateraler Verträge für den Bereich der Finanzdienstleistungen kam es jedoch nicht.<sup>5</sup>

Bereits mit der Kapitalverkehrsrichtlinie 88/361/EWG<sup>6</sup> verpflichtete sich die EG zur globalen Kapitalverkehrsfreiheit. Durch die in Art 63 AEUV danach auch primärrechtlich verankerte Kapitalverkehrsfreiheit im Verhältnis zu Drittstaaten wird der durch Art 119 Abs 1 AEUV vorgegebene Grundsatz der Verpflichtung der Gemeinschaft zu einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb verwirklicht. Art 63 AEUV bietet daher mit seinem Schutz auch gegenüber Drittstaaten einen umfangreicheren Schutzbereich als die anderen Grundfreiheiten.<sup>7</sup>

Art 64 Abs 1 AEUV erlaubt Einschränkungen bezüglich der Anwendung der Kapitalverkehrsfreiheit auf Drittstaaten. Nach der genannten Vorschrift berührt Art 63 AEUV nicht die Anwendung derjenigen Beschränkungen auf „*dritte Länder*“, die am 31.12.1993 auf Grund einzelstaatlicher oder gemeinschaftlicher Rechtsvorschriften für den Kapitalverkehr Drittstaaten im Zusammenhang ua mit der Erbringung von Finanzdienstleistungen oder der Zulassung von Wertpapieren zu den Kapitalmärkten bestehen.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup> 1358 Rz 20.

<sup>6</sup> Richtlinie des Rates v. 24.6.1988, ABl. 1988 Nr. L 178, S. 5.

<sup>7</sup> *Lütke*, Kapitalverkehrsfreiheit (JBB 17.430/185), 93.

<sup>8</sup> BB 2006, 2783.

Während die Kapitalverkehrsfreiheit auch Geltung gegenüber Drittstaaten hat, gilt die Dienstleistungsfreiheit gemäß Art 56 Abs 1 AEUV nur im Verhältnis der Mitgliedstaaten zueinander. Ist bei einer Finanzdienstleistung nicht der Kapitaltransfer als solcher Gegenstand des Vertrags, sondern die Erbringung einer Dienstleistung gegen Vergütung, kommt die Dienstleistungsfreiheit und nicht die Kapitalverkehrsfreiheit zur Anwendung.

In seinem Urteil vom 03.10.2006 hat der EuGH in der Rs „*Fidium Finanz*“ drittstaatlichen Finanzdienstleistern eine schwere Niederlage zugefügt. Der EuGH hielt in seinem Urteil fest, dass die grenzüberschreitende Tätigkeit der gewerbsmäßigen Kreditvergabe grundsätzlich in einer Beziehung sowohl zum freien Dienstleistungsverkehr iSd Art 56 ff AEUV als auch zum freien Kapitalverkehr iSd Art 63 AEUV stehe. In Bezug auf die Dienstleistungen könne sich ein Unternehmen, das wie die Fidium Finanz AG seinen Sitz in einem Drittstaat hat, nicht auf die Bestimmungen des Vertrags berufen. Was den freien Kapitalverkehr betreffe, so würden durch die betreffende nationale Regelung die mit diesen Kreditdienstleistungen zusammenhängenden grenzüberschreitenden Geldströme möglicherweise gemindert; dabei handle es sich allerdings nach dem EuGH nur um eine *„zwangsläufige Folge der Beschränkung des freien Dienstleistungsverkehrs“*. Im vorliegenden Fall trete die die Kapitalverkehrsfreiheit hinter die Dienstleistungsfreiheit zurück, weswegen die Vereinbarkeit der Regelung mit den Bestimmungen über den freien Kapitalverkehr nicht geprüft werden müsse. Daher sei eine Bewilligungspflicht für die betreffende Tätigkeit gerechtfertigt.<sup>9</sup>

## 2. Problemstellung

Zentral für dieses Dissertationsvorhaben ist die Frage, welche Rechtsangleichungen die einschlägigen kapitalmarktrechtlichen Richtlinien der EU von Drittstaaten fordern und welche Standards Marktteilnehmer aus Drittstaaten einhalten müssen, um auf dem EU-Markt tätig sein zu können.

Im Rahmen dieses Dissertationsvorhabens wird daher insbesondere auf die Inhalte der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien der EU eingegangen. Dabei wird eine historische

---

<sup>9</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup> 1359 Rz 299 mit Hinweis auf EuGH 03.10.2006, Rs C-452/04 Rz 49.

Betrachtung erforderlich sein, die auch auf die Entstehung der Eigenheiten des Rechtssetzungsverfahrens der EU im Kapitalmarktbereich eingeht.

Weiters wird das Vorgehen des schweizerischen Gesetzgebers und seine Bemühungen, im Rahmen des „autonomen Nachvollzugs“ von EU-Recht die Eigenheiten des schweizerischen Kapitalmarktrechts – insbesondere im aufsichtsrechtlichen Bereich – soweit wie möglich aufrecht zu erhalten.

Ebenso wird die umfangreiche Literatur zu den Eigenheiten des schweizerischen Aufsichtsrechts behandelt werden, das lange Zeit stark durch Selbstregulierung geprägt war.

Eine besondere Rolle im Gefüge des schweizerischen Kapitalmarkts spielte lange Zeit auch die virt-x, eine Handelsplattform mit Sitz in London, an der die Aktien der im SWX versammelten Unternehmen gehandelt wurden. In diesem Zusammenhang ergaben sich besondere aufsichtsrechtliche Probleme dadurch, dass die Börsenzulassung („Kotierung“) in der Schweiz erfolgte, jedoch durch den Handel an einem geregelten Markt im EU-Raum die einschlägigen kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen der EU einzuhalten waren.

Schließlich wird die Typologie der Finanzdienstleister in den neuen schweizerischen Rechtsgrundlagen wie dem Finanzdienstleistungsgesetz („FIDLEG“) untersucht und die Bemühungen der Schweiz, über neue aufsichtsrechtliche Normen „EU-Konformität“ und damit die Erschließung des EU-Marktes für Finanzdienstleistungen zu erreichen, analysiert.

### **3. Zielsetzung und Forschungsfragen**

#### **3.1. Finanzdienstleister**

Ein Hauptteil der Dissertation wird in der Untersuchung bestehen, ob durch die neuen – im schweizerischen Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) enthaltenen – Verhaltensregeln für schweizerische Finanzdienstleister der Zugang zum EU-Markt vor dem Hintergrund des Drittstaatenregimes von MiFID II und MiFIR gewährleistet sein kann.

Während die Marktzutrittsregelungen der MiFID I die Regelung des Marktzugangs für Wertpapierdienstleister aus Drittstaaten weitgehend den Mitgliedstaaten überließen, welche oft die Dienstleistungserbringung von einer Bewilligungspflicht in einem mitgliedstaatlichen Verfahren abhängig gemacht hatten, sieht die MiFID II nun ein neues Drittstaatenregime vor, das einen einheitlich geregelten Zugang für Anbieter von Finanzdienstleistungen aus Drittstaaten ermöglicht. Ein Wertpapierdienstleister aus einem Drittstaat, der seine Leistungen „geeigneten Gegenparteien“ und „geborenen professionellen Kunden“ anbieten möchte, muss sich in das bei der ESMA geführte Register eintragen lassen. Mit der Eintragung kann der Finanzintermediär unbeschränkt Dienstleistungen in der ganzen EU erbringen, ohne eine Zweigniederlassung in der EU errichten zu müssen. Die Eintragung wird Gemäß Art 46 ff MiFIR nur dann zugelassen, wenn die Finanzmarktregulierung des Drittstaats als aufsichtsrechtlich äquivalent eingestuft wird.<sup>10</sup> Um die Tätigkeit schweizerischer Wertpapierdienstleister auf dem EU-Markt zu gewährleisten, ist die Schweiz daher gezwungen, die betreffenden Regelungen aus MiFID II und MiFIR zu übernehmen.<sup>11</sup> Eine Anpassung des schweizerischen Rechts an die Regelungen war wegen der zentralen Bedeutung des EU-Finanzmarktes für die schweizerischen Finanzintermediäre unerlässlich.<sup>12</sup>

Für die Erbringung von Leistungen an Kleinanleger und gekorene professionelle Kunden räumt die MiFID II den Mitgliedstaaten dagegen ein Wahlrecht ein. Der Mitgliedstaat kann entweder eine Zweigniederlassungspflicht vorsehen, oder alternativ selbst die Rahmenbedingungen für die Erbringung von Finanzdienstleistungen für Drittstaatenunternehmen frei festlegen.<sup>13</sup> Erfolgt dagegen die Dienstleistung auf eigene Initiative des Kunden und das Angebot von Dienstleistungen erfolgt nicht physisch – also ohne dass das Drittstaatenunternehmen einen Mitarbeiter vorübergehend über die Grenze schickt oder begibt sich der in der EU ansässige Kunde selbst in den Drittstaat - so sind MiFID II und MiFIR nicht anwendbar.<sup>14</sup>

Im Hinblick auf das Äquivalenzerfordernis bei Dienstleistungen an geeignete Gegenparteien und geborene professionelle Kunden hat die Schweiz zwei Gesetzgebungsprojekte, das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und das Finanzinstitutsgesetz (FINIG) verabschiedet, die am 01.01.2020 in Kraft getreten sind.

---

<sup>10</sup> Art 46 Abs 2 lit a MiFID II und Art 47 Abs 1 MiFIR.

<sup>11</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup>, 1244 Rz 299.

<sup>12</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup>, 1413 Rz 186.

<sup>13</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup>, 1415 Rz 191.

<sup>14</sup> *Nobel*, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup>, 1415 Rz 192.

Mit diesen Gesetzen soll das Bestreben der Schweiz nach einem diskriminierungsfreien Zugang zum EU-Finanzmarkt unterstützt werden, weshalb viele Aspekte der MiFID II übernommen wurden. Abweichungen bestehen bei den Verhaltensregeln, insbesondere bei der Kundensegmentierung und der Möglichkeit, für Privatkunden Executive-only – Geschäfte durchzuführen.

In der Schweizer Lehre herrscht Uneinigkeit darüber, ob die erforderliche Äquivalenz erreicht wird.<sup>15</sup>

### **3.2. Emittenten**

Wie bereits in Punkt 2. festgehalten, wurden die Aktien der SWX-Unternehmen lange Zeit an der virt-x, einer Handelsplattform mit Sitz in London, gehandelt.

Ein weiterer Hauptteil der Dissertation wird in der Untersuchung bestehen, unter welchen rechtlichen Voraussetzungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt der Handel von durch SWX-Unternehmen emittierten Wertpapieren an einer in der EU gelegenen Handelsplattform bzw einem geregelten Markt erfolgen könnte (und *vice versa*).

Diese Untersuchung wird einhergehen mit einer Darstellung der wesentlichen Unterschiede zwischen den auf Emittenten anwendbaren EU-Rechtsvorschriften und den betreffenden schweizerischen Rechtsnormen.

## **4. Vorläufige Gliederung**

1. Einleitung
  - 1.1. Untersuchungsgegenstand und Ziel
  - 1.2. Die Globalisierung des Kapitalmarkts
  - 1.3. Der „Sonderfall Schweiz“ im internationalen Kontext
  - 1.4. Die Bedeutung des EU-Kapitalmarkts für die Schweiz
2. Völkerrechtliche Grundlagen

---

<sup>15</sup> Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup>, 1416 Rz 193 f.

- 2.1. Die WTO und der Finanzdienstleistungssektor
  - 2.2. OECD
  - 2.3. UNCTAD
  - 2.4. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht
3. Die Schweiz und die EU – ein gemeinsamer Sonderweg
- 3.1. Keine Erfassung der Finanzdienstleistungen durch die bilateralen Verträge der Schweiz mit der EU
  - 3.2. Die Bedeutung der Grundfreiheiten im Verhältnis zu Drittstaaten
    - 3.2.1. Die Kapitalverkehrsfreiheit im Verhältnis zu Drittstaaten
    - 3.2.2. Dienstleistungsfreiheit im Verhältnis zu Drittstaaten
    - 3.2.3. Die Niederlassungsfreiheit im Verhältnis zu Drittstaaten
    - 3.2.4. Das Urteil des EuGH in der Rechtssache „Fidium Finanz“
4. Ausgestaltung der Kapitalmarktaufsicht
- 4.1. Kapitalmarktaufsicht in der EU und in Österreich
  - 4.2. Kapitalmarktaufsicht in der Schweiz
5. Auf kapitalmarktrechtliche Sachverhalte anwendbares Recht
- 5.1. Privatrecht
  - 5.2. Öffentliches Recht
  - 5.3. Strafrecht
6. Schweizer Emittenten in der EU
- 6.1. „Emittent“ im schweizerischen Recht
  - 6.2. „Emittent“ im EU - Recht
  - 6.3. Exkurs: Die Handelsplattform „virt-x“
  - 6.4. Die einzelnen kapitalmarktrechtlichen EU-Rechtsakte
    - 6.4.1. Prospektrichtlinie
    - 6.4.2. Transparenzrichtlinie
    - 6.4.3. Marktmissbrauchsverordnung
7. Wertpapierfirmen und Finanzdienstleister



- 7.1. Der Begriff der Wertpapierfirma im EU-Recht
- 7.2. Der Begriff des Finanzdienstleisters im schweizerischen Recht
- 7.3. Schweizerische Finanzdienstleister am EU-Markt
  - 7.3.1. Drittstaatenregime von MiFID II und MiFIR
  - 7.3.2. Äquivalenz der Verhaltensregeln des schweizerischen Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG)?
  
- 8. Zusammenfassung und Conclusio

## 5. Vorläufiges Literaturverzeichnis

*Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts

*Baudenbacher, Carl* (Hrsg.), Aktuelle Probleme des Europäischen und Internationalen Wirtschaftsrechts

*Boemle, M./Gsell, M.*, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz

*Brandl/Hohensinner*, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der Ad hoc-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, *ecolex* 2002, 92

*Brandl/Saria*, WAG 2018<sup>2</sup>

*Döker/Ribbrock*, Die Kapitalverkehrsfreiheit im Verhältnis zu Drittstaaten – nunmehr gefestigte EuGH-Rechtsprechung?!, *BB* 2007, 1928

*Eckert*, Die Liberalisierung internationaler Finanzdienstleistungen durch das GATS

*Follak*, International Harmonization of Banking Supervision and Regulation, in: *FS Hahn*, 1997

*Fritz/Mosebach/Raza/Scherrer*, GATS-Dienstleistungsliberalisierung

*Grabitz/Hilf*, Das Recht der EU

*Hirsbrunner/Seidl*, *AJP* 2006, 1079

*Holoubek/Potacs, Öffentliches Wirtschaftsrecht<sup>4</sup>*

*Jaeger / Stöger, Kommentar zu EUV und AEUV*

*Kalss, Ist eine Unternehmensinformation im Internet ein öffentliches Angebot nach dem KMG?, JBI 2003, 702*

*Kalss/Oppitz in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*

*Kalss / Oppitz / Zollner, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>*

*Lütke, Kapitalverkehrsfreiheit (JBB 17.430/185), 93*

*Maurenbrecher, Von der Investment Services Directive zur Markets in Financial Instruments Directive – ein Überblick aus Schweizer Sicht, AJP 2005, 19*

*Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht<sup>4</sup>*

*Nobel, Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht, SJZ 2005, 10*

*Nobel, Peter, Internationales und Transnationales Aktienrecht*

*Oppitz, Die Börse im System des öffentlichen Rechts*

*Sethe, Volkswirtschaft 6/2018, 46*

*Thürer/Weber/Portmann/Kellerhals, Bilaterale Verträge I & II Schweiz*

*Weber, Christoph, Marktzugang von Auslandsbanken unter Berücksichtigung der neuen Regeln des GATS*

*Zuberbühler, Daniel, Finanzmarktregulierung und kein Ende?, FS Alain Hirsch, Genf 2004*