

Working Paper: European Financial Market Rulebook

20. Juni 2016

Das vorliegende Papier beleuchtet das European Financial Market Rulebook (nachfolgend: „EU-Rulebook“). Schwerpunkt der Ausführungen bildet das damit eng verbundene EU-Regulierungsmonitoring: Aufgezeigt wird die Bedeutung der frühzeitigen Erfassung der für die Schweiz relevanten Schnittstellen zwischen schweizerischem und europäischem Finanzmarktrecht. Angesprochen werden aber auch die Herausforderungen, die mit dem EU-Regulierungsmonitoring einhergehen. Eine solche Herausforderung ist das Verständnis des EU-Rechtsetzungsprozesses und der Rechtssetzungsformen im Finanzmarktrecht – diese Thematik wird in den Anhängen näher ausgeführt.

1 Begriffliches und Entwicklung

Unter dem Begriff „EU-Rulebook“ wird die Gesamtheit der harmonisierten Rechtsnormen verstanden, welche den europäischen Finanzmarkt regeln. Mit andern Worten: Das EU-Rulebook umfasst das harmonisierte europäische Finanzmarktrecht. Diese Normen richten sich an die auf dem Finanzmarkt tätigen Akteure (etwa: Banken, Investoren) und Infrastrukturen (etwa: zentrale Gegenparteien und Verwahrungsstellen) oder regeln die an diesem Finanzmarkt getätigten Transaktionen (etwa: over-the-counter-Transaktionen, Emissionen). Zu unterscheiden ist das EU-Rulebook vom sog. „Single Rulebook“. Dieses umfasst die harmonisierten Aufsichtsregeln für Finanzinstitute¹ und ist damit ein Teilbereich des umfassenden EU-Rulebooks.

Das EU-Rulebook wird gemeinhin auch als regulatorisches Ungetüm² bezeichnet. Die Zahl der darin enthaltenen Rechtsnormen ist enorm³, lässt sich aber aufgrund der Unschärfe des Begriffs „Finanzmarktrecht“ nicht abschliessend eruieren. Zurückzuführen ist die Regulierungsflut im EU-Finanzmarktrecht insbesondere auf das Bestreben der EU zur Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes und der damit verbundenen Rechtsangleichung. Seit der Finanzkrise von 2008 ist sodann eine Tendenz weg von der Rechtsharmonisierung⁴ hin zur Rechtsvereinheitlichung⁵ festzustellen. Rechtsvereinheitlichung schlägt – im Vergleich zur Rechtsharmonisierung – mit einer Regulierungsverdichtung (im Sinne sehr detaillierter Rechtsnormen) zu Buche. Die Rechtsangleichung ist sicher nicht alleiniger, aber einer der Gründe für die starke Zunahme der Regulierung im europäischen Finanzmarktrecht in den letzten Jahren.

2 Bedeutung für die Schweiz

Zahlreiche der im EU-Rulebook enthaltenen Rechtsnormen sind für die Schweiz von Relevanz. Sie enthalten Drittstaatennormen mit Äquivalenzanforderungen, welche den Zugang für Finanzmarktteilnehmer aus einem Drittstaat⁶ zum europäischen Finanzmarkt an das Vorhan-

¹ Siehe statt vieler http://www.eba.europa.eu/languages/home_de oder http://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/EUBankenaufsicht/SingleRulebook/single_rulebook_artikel.html (Links letztmals besucht am 8. Juni 2016).

² So etwa Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, S. 1 („regulatory behemoth“).

³ Eine Suche in EurLex unter dem Stichwort „Finanzwesen“ / „Geld- und Kreditwesen“ gibt eine Trefferzahl von 10'688 Erlassen an (Stand 24.5.2016).

⁴ Unter dem Begriff „Rechtsharmonisierung“ wird die gegenseitige Angleichung der innerstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedsstaaten aufgrund einer europäischen Rechtssetzung bezeichnet. Die Rechtsharmonisierung zielt nicht auf die Ersetzung nationalen Rechts durch Gemeinschaftsrecht ab; sie lässt nationales Recht bestehen, setzt aber – mitunter recht detaillierte – Vorgaben für dessen gemeinschaftsbezogene Ausgestaltung.

⁵ Bei der Rechtsvereinheitlichung wird nationales Rechts durch Gemeinschaftsrecht ersetzt.

⁶ D.h. nicht-EU/EWR-Ländern wie die Schweiz.

densein einer gleichwertigen (d.h. äquivalenten) Regulierung und Aufsicht in ebendiesem Drittstaat knüpfen. In den vergangenen Jahren konnte die Schweiz in verschiedenen Äquivalenzverfahren ein positives Ergebnis erwirken.⁷ Weitere, für den Finanzplatz bedeutende Äquivalenzverfahren stehen derzeit noch an.

Aber auch über die Äquivalenzanforderungen hinaus kann das EU-Rulebook für die Schweiz ein wichtiger Indikator sein, wie internationale Standards⁸ im EU-Raum umgesetzt werden.

3 Regulierungsmonitoring

Für die Schweiz ist es wichtig, dass die im EU-Rulebook enthaltenen Drittstaatennormen möglichst frühzeitig erfasst und Änderungen derselben eng verfolgt werden („Monitoring“). Denn: Ist die Regulierung EU-seitig noch in der Erarbeitungsphase, kann die Schweiz ihre Interessen im Rahmen von Vernehmlassungen oder Dialogen mit der EU platzieren mit dem Ziel, die gewünschte Ausgestaltung der Drittstaatennorm zu erreichen. Bei finalen Drittstaatennormen bleibt aus Schweizer Sicht zu erwägen, ob regulatorisches Handeln angebracht ist. Diese Frage geht mit einer Beurteilung einher, ob für die Schweiz Marktzugangserleichterungen in den EU-Raum oder regulatorische Erleichterungen erreicht werden können und ob diese Erleichterungen essenziell sind.

Ein Regulierungsmonitoring muss verschiedene Herausforderungen meistern:

Die wohl grösste Herausforderung des Regulierungsmonitorings stellt der Umfang des EU-Rulebooks dar.⁹ Das Regulierungsmonitoring muss demnach in einem ersten Schritt die im EU-Rulebook enthaltenen Regulierungen zumindest auf Level 1¹⁰ (laufend) möglichst gesamtweitlich erfassen. In einem zweiten Schritt sind diese Regulierungen mit Blick auf den inländischen Markt nach Relevanz zu selektionieren. Werden regulatorische Entwicklungen als bedeutend beurteilt, so sind diese schliesslich einer vertiefteren Analyse zuzuführen.

Ein effektives und effizientes Regulierungsmonitoring setzt sodann das Verständnis voraus, wie Rechtsetzung im europäischen Finanzmarktrecht funktioniert, in welchen Handlungsformen und mit welchem Inhalt es zum Ausdruck kommen kann. Der EU-Rechtsetzungsprozess ist komplex und divergiert vom schweizerischen Gesetzgebungsverfahren in mannigfacher Hinsicht. Ein Überblick über den EU-Rechtsetzungsprozess sowie über die einzelnen Regulierungsgefässe findet sich in Anhang 1 und 2.

Schliesslich gilt es anzumerken, dass der EU-Rechtsetzungsprozess teilweise intransparent ist, was eine weitere Herausforderung für das Regulierungsmonitoring darstellt. Diese Opazität manifestiert sich etwa auf inhaltlicher Ebene: Zwecks Verfahrensbeschleunigung finden auf Level 1 regelmässig sog. Trilogie¹¹ statt. Diese sind nicht öffentlich und Informationen aus diesen Verhandlungen dringen (wenn überhaupt) nur inoffiziell und bruchstückhaft nach aussen.

4 Ausblick

Ein enges und systematisches Regulierungsmonitoring war im Laufe der *post-crisis* Regulierungswelle zentral, ist aber auch in Zukunft unabdingbar:

Zwar ist die Regulierungswelle *post-crisis* derzeit in einer Konsolidierungsphase. Jedoch ist die EU-Kommission nunmehr dabei, im Zuge der Kapitalmarktunion eine breit angelegte Sondierung (*call for evidence*) zum EU-Rulebook durchzuführen. Ziel dieser Sondierung ist es, empirische Befunde und Rückmeldungen einzuholen, etwa bezüglich Vorschriften mit negati-

⁷ So z.B. die Äquivalenzanerkennung für CCPs gemäss Art. 25 EMIR, die Äquivalenzanerkennungen gemäss Art. 172, 227, 260f. Solvency II sowie die Äquivalenzanerkennungen gemäss Art. 114 ff. CRR.

⁸ Etwa die IOSCO-Prinzipien.

⁹ Siehe Fussnote 3.

¹⁰ Siehe dazu Anhang 1 Ziff. 2.

¹¹ Siehe Anhang 1 Ziff. 2.

ven Auswirkungen auf die Fähigkeit der Wirtschaft, sich zu finanzieren und zu wachsen, unnötiger regulatorischer Belastungen sowie Widersprüchlichkeiten und Lücken. Es ist davon auszugehen, dass diese Sondierung verschiedene regulatorische Anpassungen mit sich bringen wird.

Parallel dazu ist in der EU das Projekt „Bessere Rechtsetzung“ (*better regulation*) angelaufen. Das Programm REFIT ist Teil dieses Projekts und soll die EU-Rechtsetzung vereinfachen und sie dadurch effizienter und leistungsfähiger machen. Auch hier ist mit regulatorischen Anpassungen zu rechnen.

Weitere regulatorische Anpassungen sowie der Erlass von neuen Regularien sind sodann etwa im Zuge der Kapitalmarktunion absehbar.¹²

¹² Zu diesen Vorhaben siehe etwa den „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“ vom 30.9.2015 (Anhang 1), abrufbar unter http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_de.pdf (letztmals geprüft am 24.5.2016).

Anhang 1: Regulierungsstufen und Rechtsetzungsprozess im europäischen Finanzmarktrecht

1. Allgemein

Rechtsetzung im EU-Finanzmarktrecht erfordert eine entsprechende Regulierungskompetenz im primären Unionsrecht¹³. Solche Kompetenzen statuiert vorab der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union („AEUV“). Sodann muss die Finanzmarktregulierung den Grundsätzen der „Subsidiarität“¹⁴ und „Proportionalität“¹⁵ Rechnung tragen. Der Grundsatz der Subsidiarität wird von den Parlamenten der Mitgliedstaaten kontrolliert und dessen Verletzung kann gegebenenfalls von den Mitgliedstaaten im Namen der nationalen Parlamente¹⁶ vor dem EuGH geltend gemacht werden.

Im Übrigen ist zwischen legislativer und administrativer Rechtsetzung zu unterscheiden. Legislative Rechtsetzung ist gleichbedeutend mit der sog. Level 1 Rechtsetzung, administrative Rechtsetzung kommt in der sog. Level 2, Level 2.5 und Level 3 Rechtsetzung zum Ausdruck. Diese Regulierungsebenen divergieren in verschiedener Hinsicht und werden daher nachfolgend separat dargelegt.

2. Level 1 Regulierung

Handlungsformen auf dieser Stufe sind in der Regel¹⁷ entweder Richtlinien (*Directives*)¹⁸ oder Verordnungen (*Regulations*)¹⁹.

Rechtsetzung auf Level 1 erfolgt im Finanzmarktrecht üblicherweise im ordentlichen Rechtsetzungsverfahren.²⁰ Erlasse müssen in diesem Verfahren jeweils vom Rat der Europäischen Union („Rat“) und vom Europäischen Parlament („Parlament“) angenommen werden, basierend auf einem Vorschlag der Europäischen Kommission („Kommission“). Zwecks Beschleunigung des Rechtsetzungsverfahrens finden im Finanzmarktrecht regelmässig Trilogie (*Trilogue*) statt. Dabei handelt es sich um informelle Treffen zwischen Exponenten des Parlaments, des Rats und der Kommission.²¹ Anlässlich dieser Treffen werden die vom Kommissionsentwurf abweichenden Standpunkte seitens Rat und Parlament informell vorbesprochen, um so den „grössten gemeinsamen Nenner“ *ad hoc* ausloten zu können.

3. Level 2 Regulierung

Handlungsformen auf dieser Stufe sind entweder Richtlinien (*Directives*) oder Verordnungen (*Regulations*). Diese sind jeweils gekennzeichnet mit der Bezeichnung „Delegierte“ (*Delegated*) oder „Durchführungs-“, (*Implementing*).²²

¹³ Zum primären Unionsrecht gehören die auf völkerrechtlichem Weg zustande gekommenen Verträge zur Gründung der Europäischen Gemeinschaften und der Europäischen Union sowie die Beitritts- und Änderungsverträge.

¹⁴ Art. 5 [3] AEUV.

¹⁵ Art. 5 [4] AEUV.

¹⁶ Es handelt sich hier um eine Prozessstandschaft, bei welcher in eigenem Namen über ein fremdes Recht ein Prozess geführt wird.

¹⁷ Denkbar wäre auch die Form eines Beschlusses (*Decision*; Art. 288 i.V.m. 289 (1) und (3) AEUV). Beschlüsse sind im Finanzmarktrecht – im Gegensatz etwa zum Wettbewerbsrecht - von untergeordneter Bedeutung.

¹⁸ Richtlinien geben Ziele vor und werden von den Mitgliedstaaten entsprechend umgesetzt.

¹⁹ Verordnungen sind in den Mitgliedstaaten direkt anwendbar.

²⁰ Art. 289 (1) und 294 AEUV. Zum ordentlichen Gesetzgebungsverfahren siehe die Darstellung unter: <http://www.europarl.europa.eu/aboutparliament/de/20150201PVL00004/Legislativbefugnis> (letztmals geprüft am: 7.6.2016).

²¹ Solche teilnehmende Exponenten sind seitens Parlament der *Rapporteur* und ggfs. der *Shadow Rapporteur*. Ersterer wird vom leitenden Komitee (*Lead Committee*) ernannt (z.B. ECON), Letzterer von politisch abweichenden Gruppierungen. Seitens Rat sind teilnehmende Exponenten der Vorsitzende der zuständigen Ratsarbeitsgruppe und/oder des COREPER (*Committee of Permanent Representatives of the Member States*). Seitens Kommission sind teilnehmende Exponenten solche des für den Entwurf zuständigen Departementes und des Generalsekretariats.

²² D.h. Delegierte Richtlinien / Durchführungsrichtlinien (*delegated directives / implementing directives*) bzw. Delegierte Verordnungen / Durchführungsverordnungen (*delegated regulations / implementing regulations*), siehe dazu Art. 290 (3) bzw. Art. 291 (4) AEUV.

Rechtsetzung auf Level 2 ergeht entweder im Verfahren für delegierte Rechtsakte (*Delegated Acts*) oder im Verfahren für Durchführungsrechtsakte (*Implementing Acts*). In beiden Fällen unterbreitet die Kommission dem Rat und Parlament einen Entwurf der Rechtsakte. Die Europäischen Aufsichtsbehörden („ESA“²³, *European Supervisory Authorities*) geben regelmässig einen *Technical Advice* ab, der als wichtige Grundlage für den Kommissionsentwurf dient.²⁴ Im Einzelnen:

- Delegierte Rechtsakte dienen der Ergänzung oder Änderung bestimmter „nicht wesentlicher“ Vorschriften der Delegationsnorm auf Level 1. Gemäss einschlägigem Verfahren²⁵ haben Rat und Parlament je ein Interventionsrecht²⁶ hinsichtlich des Kommissionsentwurfs, alles nach Massgabe der Delegationsnorm auf Level 1.
- Durchführungsrechtsakte regeln die einheitlichen Bedingungen für die Durchführung der Delegationsnorm auf Level 1. Durchführungsrechtsakte ergehen entweder im Prüf- oder im Beratungsverfahren²⁷. Für beide Verfahren wird ein Komitee aus Vertretern der Finanzminister der Mitgliedstaaten zusammengestellt.

Im Prüfverfahren²⁸ gibt dieses Komitee bezüglich dem Kommissionsentwurf eine verbindliche Stellungnahme ab. Im Falle einer zustimmenden Stellungnahme erlässt die Kommission die Rechtsakte. Im Falle einer ablehnenden Stellungnahme kann die Kommission den Regulierungsentwurf entweder ändern und demselben Komitee in geänderter Form nochmals unterbreiten oder aber den ursprünglichen Regulierungsentwurf einer Überprüfungsinstanz zur Beurteilung zukommen lassen.

Im Beratungsverfahren²⁹ kann das Komitee nur unverbindliche Stellungnahmen abgeben. Die Kommission ist gehalten, das Ergebnis der Stellungnahme soweit möglich im finalen Durchführungsrechtsakt zu berücksichtigen.

4. Level 2.5 Regulierung

Die Rechtsetzung auf Level 2.5 unterscheidet sich sowohl verfahrensmässig als auch inhaltlich von der Level 2 Rechtsetzung. Auf Level 2.5 sind die ESAs stärker involviert. Sie geben nicht nur den *Technical Advice* ab, sondern verfassen die Rechtsakte selbst³⁰. Inhaltlich gesehen ist die Level 2.5 Rechtsetzung rein technischer Natur und belässt – dies im Gegensatz zu Level 2 Rechtsetzung – keinen strategischen oder politischen Entscheidungsspielraum (*no policy choice*).

Bei der Level 2.5 Rechtsetzung handelt es sich um bindende technische Standards (BTS, *Binding Technical Standards*). Dabei wird unterschieden zwischen den technischen Regulierungsstandards (RTS, *Regulatory Technical Standards*) und den technischen Durchführungsstandards (ITS, *Implementing Technical Standards*).

- Technische Regulierungsstandards regeln materiell-technische Aspekte nach Massgabe der Level 1 Rechtsetzung.

Das Verfahren richtet sich nach Art. 10, 13 und 14 der Verordnungen (EU) Nrn. 1093-1095/2010 („ESA-VO“) i.V.m. Art. 290 AEUV. Die zuständige ESA unterbreitet den Entwurf der technischen Standards – nach erfolgter offener Anhörung - der Kommission, welche

²³ Es sind dies die European Securities and Markets Authority (ESMA); die European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) sowie die European Banking Authority (EBA).

²⁴ Der Draft Technical Advice der zuständigen ESA ist regelmässig Gegenstand eines breiten Vernehmlassungsverfahrens.

²⁵ Das Verfahren richtet sich nach Art. 290 (2) AEUV.

²⁶ Entweder können Rat und Parlament die Delegation als solche widerrufen, oder aber die delegierte Rechtsakte tritt nur in Kraft wenn Rat und Parlament innert Frist keinen Widerspruch erhoben haben.

²⁷ Zu diesen Verfahren siehe Art. 291 (3) AEUV i.V.m. Art. 4 oder 5 der Verordnung (EU) Nr. 182/2011. Zur Wahl des Verfahrens siehe Art. 2 Verordnung (EU) Nr. 182/2011.

²⁸ Zum Prüfverfahren siehe Art. 5 Verordnung (EU) Nr. 182/2011.

²⁹ Zum Beratungsverfahren siehe Art. 4 Verordnung (EU) Nr. 182/2011.

³⁰ Die Rechtmässigkeit dieser Regulierungskompetenz zu Gunsten der ESAs und zu Lasten der Kommission wird in der rechtswissenschaftlichen Lehre gerade mit Bezug auf die technischen Regulierungsstandards kritisch hinterfragt. Verschiedentlich wird festgehalten, dass diese Kompetenzzuweisung seitens ESAs von Art. 290 AEUV nicht gedeckt sei.

den Rechtsakt billigen muss. Änderungen sowie eine (teilweise) Rückweisung an die ESA ist nur möglich, wenn dies das Unionsinteresse erfordert und auch hier nur in enger Abstimmung mit der zuständigen ESA. Parlament und Rat können innerhalb Frist Einwände erheben. Diesfalls tritt der Rechtsakt nicht in Kraft.

- Technische Durchführungsstandards regeln die technische Anwendung der Level 1 Rechtsetzung.

Das Verfahren richtet sich nach Art. 15 ESA-VO i.V.m. Art. 291 AEUV. In Abweichung zum Verfahren bei den technischen Regulierungsstandards werden Parlament und Rat nur über den Prozess informiert. Sie können indessen keine Einwände erheben und die Inkraftsetzung des Standards entsprechend nicht verhindern.

5. Level 3 Regulierung

Rechtsetzung auf Level 3 dokumentiert die Aufsichtspraxis der ESAs und basiert auf den einschlägigen Bestimmungen der ESA-VO. Handlungsformen auf dieser Stufe sind im Wesentlichen Leitlinien (*Guidelines*) und Empfehlungen (*Recommendations*)³¹, Stellungnahmen (*Opinions*), Prinzipien (*Principles*), Q&A, FAQ und Aufsichtsmitteilungen (*Supervisory Briefings*)³².

Leitlinien und Empfehlungen unterliegen der sog. „*comply or explain*“-Regel, d.h. jede zuständige Behörde eines Mitgliedstaats äussert sich dahingehend, ob sie dieser Leitlinie oder Empfehlung nachkommt oder nachzukommen beabsichtigt. Ist dies nicht der Fall, so teilt sie dies der zuständigen ESA unter Angabe der Gründe mit. Die ESA veröffentlicht die Tatsache der Nicht-Erfüllung.

³¹ Art. 16 ESA-VO.

³² Art. 29 ESA-VO.

Anhang 2: Handlungsformen im europäischen Finanzmarktrecht

