

SONDERBEILAGE: ASSET MANAGEMENT

Auswirkungen der Mifid noch offen

Nationale Ausnahmeregelungen für Investmentfonds möglich – Insbesondere für Spezialfonds interessant

Von Peter König und
Otto Graf Praszma *)

.....
Börsen-Zeitung, 18.3.2006
Die unter der Abkürzung „MiFID“ (Markets in Financial Instruments Directive) bekannt gewordene Richtlinie 2004/39/EG ist eines der größten Projekte der EU auf ihrem Weg zu einem Binnenkapitalmarkt, regelt die Richtlinie doch umfassend den Bereich der Erbringung von Finanzdienstleistungen durch Wertpapierfirmen. Die Umsetzungsfrist wurde gerade bis zum 31. Januar 2007 verlängert, für Wertpapierfirmen gelten die neuen Vorschriften ab dem 1. November 2007. Neben Annahme, Übermittlung, Ausführung von Aufträgen und dem Emissionsgeschäft bezieht die Mifid auch die Portfolioverwaltung in ihren Anwendungsbe- reich ein, ebenso wird die Anlageberatung künftig als Hauptdienstleistung definiert.

Die beiden letzteren Finanzdienstleistungen werden in Deutschland entweder von Kapitalanlagegesellschaften (KAG), von Banken im Rahmen der Vermögensverwaltung oder von Finanzportfolioverwaltern in anderer Rechtsform erbracht. Dabei sind schon derzeit die rechtlichen Rahmenbedingungen durch die sogenannte Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Investment Services Directive, ISD) von 1993 bestimmt, deren Vorgaben der deutsche Gesetzgeber unter anderem im Wertpapierhandelsgesetz und im Gesetz über das Kreditwesen umgesetzt hat.

Wesentliche Bestimmungen

Durch die Mifid sowie den dazugehörigen Entwurf einer Ausführungsverordnung und einer Ausführungsrichtlinie werden unter anderem die folgenden wesentlichen Anforderungen geregelt:

– Organisatorische Anforderungen (Art. 13 der RL):

Die Richtlinie bringt für die Organisationsanforderungen gegenüber der Rechtslage in Deutschland keine wesentlich neuen Regelungen. Der Schwerpunkt liegt auf der Unabhängigkeit der Compliance-Funktion. In diesem Bereich statuiert die Richtlinie allerdings auch das Verhältnis-

mäßigkeitsprinzip mit der in der Richtlinie immer wieder auftauchenden Standardformulierung, dass Wertpapierfirmen die Natur, den Umfang und die Komplexität ihres Geschäftes sowie die Natur und Bandbreite der Finanzdienstleistungen und Geschäftstätigkeiten berücksichtigen dürfen. Dies ermöglicht vor allem mittleren und kleineren Portfolioverwaltern, eine ihnen angemessene Form der Compliance-Funktion einzurichten, bei der die Funktionstrennung von Compliance und operativem Geschäft nicht streng durchgehalten werden muss.

– Interessenkonflikte (Art. 18 der RL):

Die Maßnahmen eines Portfolioverwalters zur Vermeidung und Lösung von Interessenkonflikten werden ebenfalls von dem schon erwähnten Verhältnismäßigkeitsgrundsatz bestimmt. Die Portfolioverwalter haben Richtlinien über die Behandlung von Interessenkonflikten zu formulieren und schriftlich zu dokumentieren. Für die Aufsicht sind konfliktträchtige Geschäfte gesondert zu dokumentieren.

Vorteilzuwendungen von Dritten (zum Beispiel Rückvergütungen, „Soft Commissions“) sind der Art und Höhe nach offen zu legen und müssen der Verbesserung der Portfolioverwaltung dienen und dürfen das Kundeninteresse nicht beeinträchtigen. Die Einzelstaaten können hier eine weichere Regelung einführen (Zusammenfassung der wesentlichen Absprachen mit Dritten, Detailinformation nur auf besonderes Verlangen des Kunden).

– Wohlverhaltensregeln (Art. 19 der RL):

Die Wohlverhaltensregeln beziehen sich im Wesentlichen auf die Information des Kunden einerseits und über den Kunden andererseits sowie auf Aufzeichnungspflichten und Berichterstattung. Zur Verhinderung irreführender Werbung detailliert die Richtlinie die Anforderungen an Leistungsvergleiche, zum Beispiel Angabe von Erfolgsbilanzen und Simulationen. Prognosen dürfen nicht auf Simulationen von Vergangenheitsergebnissen beruhen. Portfolioverwalter müssen außerdem ihren Kunden die Häufigkeit und Methode der Be-

wertung der Finanzinstrumente im Kundendepot, eine etwaige Auslagerung oder Delegation der Verwaltungsbefugnis mitteilen. Darüber hinaus wird die Festlegung und Mitteilung einer Benchmark, mit der die Verwaltungsergebnisse verglichen werden können, zur Pflicht. Neu ist auch die Regelung, dass die Portfolioverwalter periodisch ihren Kunden detailliert über ihre Verwaltertätigkeit und deren Ergebnis zu berichten haben.

Die Anforderung an die Kundenangaben, die der Finanzdienstleister einzuholen hat, orientiert sich an der gegenwärtigen Praxis. Die Richtlinie klärt allerdings das Verhalten für den Fall, dass der Kunde oder Interessent keine Angaben zu seinen Verhältnissen und Erwartungen macht. Für diesen Fall trifft den Portfolioverwalter ein Empfehlungsverbot.

– Best Execution (Art. 21 der RL):

Die formal einschneidendste Neuerung der Ausführungsrichtlinie ist die analoge Erstreckung der für die Ausführungsinstitute von der Rahmenrichtlinie vorgeschriebenen Best-Execution-Anforderung auf Portfolioverwalter. Die Kommission sieht gegenüber Privatkunden die Best Execution primär in dem besten Anschaffungs- oder Veräußerungspreis einschließlich Transaktionskosten für Intermediäre und Handelsplätze, wobei jedoch die eigenen Kosten des Portfolioverwalters nicht in den Vergleich mit einfließen. Für große Portfolioverwaltungsfirmen dürfte diese Feststellung kein Problem darstellen, da sie wohl auch heute schon die entsprechenden Informationssysteme unterhalten, die ihnen einen Einfluss auf die Best Execution ermöglichen.

Die Kommission geht in ihrer Begründung zur Ausführungsrichtlinie davon aus, dass auch kleine Portfolioverwalter dieser Anforderung nachkommen könnten, weil es einerseits schon erschwinglich Informationsanbieter gebe, welche die Notierungen der unterschiedlichen Handelsplätze verfügbar machten und andererseits der Portfolioverwalter sich auch auf die Best-Execution-Politik des ausführenden Instituts stützen könne. Allerdings wird der Portfolioverwalter nicht aus seiner

eigenen Verantwortung entlassen, diese Best Execution des Ausführungsinstituts zu überprüfen.

Fortsetzung Seite B 9

Es bleibt abzuwarten, ob diese Neuerung die Strukturen der Portfolioverwaltung ändert. Falls die Annahmen der Kommission für die Portfolioverwalter in Deutschland nicht zutreffen, sind mehrere Entwicklungen denkbar: Kleinere Portfolioverwalter gehen in größeren Einheiten auf; beschränken sich auf die Verwaltung von Fondsanteilen, oder sie reduzieren ihre Tätigkeit auf die Anlageberatung. Letztere wird von der analogen Erstreckung der Ausführungsrichtlinie nicht erfasst.

– Ausnahmen für professionelle Kunden (Art. 24 und Anhang II der RL):

Die Richtlinie sieht vor, dass für sogenannte professionelle Kunden die Regelungen unter anderem der Art. 19 und 21 keine direkte Anwendung finden müssen. Als professionelle Kunden können beaufsichtigte Finanzinstitute und andere beaufsichtigte institutionelle Anleger, Unternehmen mit Mindestanforderungen an Bilanzsumme, Umsatz und Eigenmittel sowie institutionelle Anleger mit der Haupttätigkeit der Anlage in Finanzinstrumenten (zum Beispiel Family Offices, Stiftungen) gelten. In jedem Fall muss der Anleger über diese Einstufung informiert werden, und er hat immer die Möglichkeit für eine Rückstufung zu votieren. Außerdem können Einzelpersonen mit mindestens einem Jahr Berufserfahrung in der Finanzbranche und einem Anlagevermögen von mindestens 0,5 Mill. Euro auf Antrag als professionelle Kunden qualifiziert werden. Diese Ausnahmen erscheinen vor allem dann interessant, wenn die Wertpapierfirmen entspre-

chende Kostenersparnisse an diese Anleger weitergeben.

Für Banken, welche die Portfolioverwaltung oder die Anlageberatung als Dienstleistung anbieten, wird in der Mifid selbst in Art. 1 Abs. 2 geregelt, dass unter anderem die wesentlichen Bestimmungen über die organisatorischen Anforderungen, die Wohlverhaltensregeln und Best Execution direkt Anwendung finden. Für KAGs stellt sich die Situation differenzierter dar: Zunächst einmal sind Verwalter von Organismen für gemeinsame Anlagen gemäß Art. 2 Abs. 1 (h) aus dem Anwendungsbereich der Mifid ausgenommen, und dies unabhängig davon, ob es sich um EU-Investmentfonds oder um Fonds mit nationaler Regulierung handelt. Hier ist allerdings zu beachten, dass zwar nicht in der Mifid, aber in Art. 5 der Richtlinie 2001/107/EG (Ucits-Richtlinie) bestimmt wird, dass die Art. 12, 13 und 19 der Mifid auch für Ucits-Fonds gelten. Es fehlt interessanterweise die Anwendungsvorschrift bezüglich Art. 21 (Best Execution), was also KAGs bei der Ucits-Fondsverwaltung mehr Freiraum ermöglicht als in der individuellen Portfolioverwaltung bzw. den Portfolioverwaltern in Nicht-KAGs.

Falls der deutsche Gesetzgeber auch Nicht-Ucits-Fonds in die Ausnahme einbezieht, so wären diese bzw. ihre Verwalter komplett von den Regelungen der Mifid ausgenommen. Hier kann der deutsche Gesetzgeber bestimmen, auf welche Fonds bzw. Gesellschaften sich diese Ausnahme erstrecken soll: Zunächst einmal böte sich an, alle vom Investmentgesetz erfassten Fonds unter die Ausnahmeregelung zu fassen. Dies könnte sich insbesondere für Spezialfonds als interessant erweisen, müssten sie doch nicht – sofern überhaupt anwendbar – auf die Ausnahmerege-

lungen für professionelle Kunden zurückgreifen. Ob der Gesetzgeber auch andere Fondstypen wie zum Beispiel Hedgefonds aus dem Regelungsbereich der Mifid ausnehmen möchte, bleibt der Abwägung zwischen Regulierungsdichte und Anlegerschutz überlassen. Für die Finanzportfolioverwaltung und Anlageberatung einer KAG außerhalb von Kollektivvermögen gelten die Regelungen der Mifid in vollem Umfang, genauso wie für alle anderen Finanzportfolioverwalter.

Die Richtlinie enthält ein prinzipielles Verbot an die Mitgliedstaaten, die vorgesehenen Regelungen zu verschärfen. Damit soll ein freier Wettbewerb im europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen auf gegebenem Niveau des Anlegerschutzes hergestellt werden. Kurzfristig wird es dem deutschen Gesetzgeber möglich sein, Ausnahmen in der Anwendung der Mifid auf bestimmte Investmentfonds zu definieren. Generell wird das Verwalten von Investmentfonds tendenziell relativ günstiger gestellt, während die Umsetzung der Best Execution für mittlere und kleinere Portfolioverwalter in der individuellen Portfolioverwaltung Herausforderungen mit sich bringen wird. Allerdings wurde schon in der einführenden Begründung der Ucits-Richtlinie festgestellt, dass es wünschenswert ist, zur Schaffung eines einheitlichen Rechtsrahmens mittelfristig auch die dort regulierten Organismen den Bedingungen der ISD bzw. der Mifid zu unterwerfen. Dies wird bei der Diskussion der nächsten Ucits-Richtlinie eine große Rolle spielen.

.....
*) Dr. Peter König ist Geschäftsführer der DVFA, Dr. Otto Graf Praschma ist Rechtsanwalt