

# *MiFID II*

## Auswirkungen bei institutionellen Anlegern April 2017

# *MiFID II Impact auf institutionelle Anleger*

## Management Summary

- Die MiFID II und die dazugehörigen Regelwerke bringen viele Veränderungen mit sich.
- Insbesondere soll der Anlegerschutz gestärkt werden.
- Die MiFID II wird von weiteren europäischen Regelwerken flankiert (hauptsächlich Verordnungen). Als Richtlinie muss sie – anders als eine Verordnung – erst vom deutschen Gesetzgeber in nationales Recht umgesetzt werden.
- Die Umsetzung erfolgt im Wesentlichen durch das 2. Finanzmarktnovellierungsgesetz (FiMaNoG), das bereits verkündet wurde. Es fehlen noch Umsetzungsvorschriften zu den nationalen Verordnungen (z.B. zur Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen – WpDVerOV); diese waren im ersten Referentenentwurf enthalten.
- Grundsätzlich wurde die MiFID II 1 zu 1 umgesetzt.
- Die Regelungen werden ab dem 3. Januar 2018 Anwendung finden.
- Die größten Änderungen ergeben sich bei bzw. gegenüber Kleinanlegern bzw. Privatkunden.
- Aber auch bei institutionellen Anlegern wird der Anlegerschutz gestärkt. Dabei gilt dies vor allem für institutionelle Anleger, die „nur“ als professionelle Kunden (= mittlere Schutzkategorie) gelten, weniger dagegen für geeignete Gegenparteien (geringster Schutz).

# *Begriff „institutionelle Anleger“*

- MiFID II kennt den Begriff „institutionelle Anleger“ nicht. Auch sonst gibt es keine Legaldefinition.
- Man findet verschiedene Definitionen/Erklärungen des Begriffs:
  - **Institutionen**, die **neben den privaten Anlegern** (Kleinanlegern) am Kapitalmarkt aktiv sind, z.B. Banken, Investmentfonds, Versicherungen, Organe der öffentlichen Hand (Deutsche Bundesbank);
  - **alle juristischen Personen**, darunter Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften, Unternehmen, die ihre Pensionskassen in Wertpapieren anlegen oder ihre Fremdwährungsbestände absichern (Börsenlexikon FAZ);
  - **Kapitalanleger**, die aufgrund ihrer originären Geschäftstätigkeit die in ihr Portfeuille hereingenommenen Kapitalbeträge an den Finanzmärkten investiert; **beeinflussen** mit ihren umfangreichen Investitionen und Desinvestitionen **erheblich das Geschehen an den Finanzmärkten**; z.B. Versicherungs- Investment-, Pensionsfonds, Bausparkassen (BÖRSEN-ABC der ARD);
  - Anleger, dessen **Kapitalanlagen** so **hoch** sind **und/oder** so **häufig** vorkommen, dass dafür ein **in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb erforderlich** ist; Gegensatz: Privatanleger (Wikipedia).

---

# *Kundenkategorien von institutionellen Anlegern im Sinne MiFID II*

- MiFID II unterscheidet unverändert wie schon MiFID I zwischen Privatkunden, professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien.
- In der Regel werden **institutionelle Anleger professionelle Kunden oder geeignete Gegenparteien** sein.
- An der Einstufung bzw. den Kriterien für die Kundenklassifizierung ändert sich durch MiFID II nichts.
- Auch die Voraussetzungen für eine Heraufstufung oder Herabstufung bleiben unverändert.

# *Kundenkategorien von institutionellen Anlegern im Sinne MiFID II*

## Professionelle Kunden

- **Professionelle Kunden** sind:
  - folgende Unternehmen, die im Inland oder Ausland zulassungs- oder aufsichtspflichtig sind, um an den Finanzmärkten tätig werden zu können:
    - Kreditinstitute,
    - **Wertpapierfirmen**,
    - sonstige zugelassene oder beaufsichtigte Finanzinstitute,
    - **OGAW**,
    - Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften,
    - Warenhändler und Warenderivate-Händler,
    - sonstige institutionelle Anleger.
  - nicht zulassungs- oder aufsichtspflichtige **Unternehmen**, die **mindestens 2 der 3 nachfolgenden Merkmale überschreiten**:
    - 20 Mio. € Bilanzsumme,
    - 40 Mio. €Umsatzerlöse,
    - 2 Mio. € Eigenmittel.
  - nationale und regionale Regierungen sowie Stellen der öffentlichen Schuldenverwaltung auf nationaler oder regionaler Ebene,
  - Zentralbanken, internationale und überstaatliche Einrichtungen wie die Weltbank, der IWF, die EZB, die Europäische Investmentbank und andere vergleichbare internationale Organisationen,
  - andere nicht zulassungs- oder aufsichtspflichtige **institutionelle Anleger**, deren **Haupttätigkeit** in der **Investition in Finanzinstrumente** besteht, und **Einrichtungen**, die die **Verbriefung von Vermögenswerten** und andere **Finanzierungsgeschäfte** betreiben.

# *Kundenkategorien von institutionellen Anlegern im Sinne MiFID II*

## Geeignete Gegenparteien

- **Geeignete Gegenparteien** sind:
  - Kreditinstitute,
  - Wertpapierfirmen,
  - sonstige zugelassene oder beaufsichtigte Finanzinstitute,
  - OGAW,
  - Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften.
- Den geeigneten Gegenparteien **stehen gleich**:
  - nicht zulassungs- oder aufsichtspflichtige Unternehmen , die mindestens 2 der 3 nachfolgenden Merkmale überschreiten:
    - 20 Mio. € Bilanzsumme,
    - 40 Mio. €Umsatzerlöse,
    - 2 Mio. € Eigenmittel,
  - Unternehmen mit Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder einem anderen EWR-Vertragsstaat, die nach dem Recht des Herkunftsmitgliedstaats im Sinne des Art. 30 Abs. 3 S. 1 MiFID II anzusehen sind,

wenn diese **zugestimmt** haben, für alle oder einzelne Geschäfte als geeignete Gegenpartei behandelt zu werden.

# Stärkung des Anlegerschutzes durch MiFID II

Privatkunden vs. professionelle Kunden vs. geeignete Gegenparteien

Neue Schutzmaßnahmen durch MiFID II (Auszug)		Pri.	Pro.	GG
Interessenkonflikte:	Verbot einer Vergütungspolitik zu Lasten des Kunden	✓	✓	✗
	Schärfere Zuwendungsregeln (insb. bei Beratung und VV)	✓	✓	✗
Zielmarkt-Definition für FI <u>und</u> Abgleich am Kunden beim Vertrieb		✓	✓	✗
Gesteigerte ex-ante Informationspflichten	Bzgl. FI und vorgeschlagenen Anlagestrategien	✓	✓	✓
	Bzgl. Kosten und Nebenkosten	✓	✓	✓
	Bzgl. Anlageberatung	✓	✓	✓
	Bzgl. Querverkäufen (Hinweis auf getrennte Erwerbbarkeit, getrennter Kostenausweis)	✓	✓	✗
	Bzgl. Querverkäufen (ggfs. Hinweis auf Wechselwirkung Risiken)	✓	✗	✗
Verbot von Finanzsicherheiten in Form von Vollrechtsübertragungen		✓	✗	✗
Erhöhte Pflichten bei der unabhängigen bzw. Honorar-Anlageberatung		✓	✓	✗

✓ = Erleichterungen/Beschränkungen durch Vereinbarung mit Kunden möglich

# Stärkung des Anlegerschutzes durch MiFID II

Privatkunden vs. professionelle Kunden vs. geeignete Gegenparteien

Neue Schutzmaßnahmen durch MiFID II (Auszug)	Pri.	Pro.	GG
Geeignetheitserklärung (bisher Beratungsprotokoll) bei Anlageberatung	✓	✗	✗
Mindestinhalt bei regelmäßiger Geeignetheitserklärung hinsichtlich Präferenzen, Anlagezielen und sonstigen Merkmalen des Kunden	✓	✗	✗
Strengere Anforderungen an Rahmenvereinbarungen	✓	✓	✗
Erhöhte ex-post Berichtspflichten (ohne VV)	✓	✓	✓
Erhöhte ex-post Berichtspflichten (VV)	✓	✓	✓
Verlustreporting bei VV mit zwingender 10%-Schwelle (und Vielfachem davon)	✓	✓	✓
Verlustreporting auch hinsichtlich Positionen bei kreditfinanzierten FI/“leveraged FI“ (bisher nur bei Geschäften mit Eventualverbindlichkeiten) mit zwingender 10%-Schwelle (und Vielfachem davon)	✓	✗	✗
Ggfs. Zuwendungsverbot für Auftragsausführungen an bzw. Auftragsweiterleitungen zu bestimmtem Handels-/Ausführungsplatz	✓	✓	✗
Höhere Anforderungen an Auftragsausführungs-Grundsätze und deren Übermittlung	✓	✓	✗

✓ = Erleichterungen/Beschränkungen durch Vereinbarung mit Kunden möglich



# ***Stärkung des Anlegerschutzes durch MiFID II***

## Erhöhte Anforderung an Kommunikation mit geeigneten Gegenparteien

- Künftig bei geeigneten Gegenparteien neu:  
Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen in ihrer Beziehung mit GG auf eine Art und Weise kommunizieren, die redlich, eindeutig und nicht irreführend ist und müssen dabei der Form der GG und deren Geschäftstätigkeit Rechnung tragen (§ 68 Abs. 1 S. 3 WpHG n.F. gem. 2. FiMaNoG).
- Nach Art. 30 Abs. 1 UAbs. 2 HS 1 MiFID II war es zusätzlich erforderlich, in der Beziehung zu GG ehrlich, redlich und professionell zu handeln. Diese Anforderung wurde bei der Umsetzung nicht berücksichtigt.

# Ausgewählte Themen

## Zielmarkt für Finanzinstrumente

- **Finanzinstrumenten (FI)-Hersteller** müssen ein **Produktfreigabeverfahren** einrichten und bei jedem FI durchführen (Definition eines Zielmarkts, Bewertung der Risiken, Abstimmung Vertriebsstrategie). Das Verfahren ist regelmäßig auf seine Belastbarkeit und Zweckmäßigkeit zu überprüfen.
- Auch die **Vertriebsstellen** müssen jeweils einen **Zielmarkt** für die einzelnen FI definieren und ihre **Vertriebsstrategie** darauf abstimmen. Auch insoweit hat eine regelmäßige Überprüfung stattzufinden.
- Während der Hersteller einen „abstrakten“ bzw. relativ groben Zielmarkt definiert, legt der Vertrieb einen auf seine Kunden festgelegten „konkreten“, relativ detaillierten Zielmarkt fest. Der Vertriebs-Zielmarkt muss sich nicht zwingend mit dem Hersteller-Zielmarkt (vollständig) decken.
- **Zielmarktkriterien:**
  - Kundenkategorie,
  - Kenntnisse & Erfahrungen (K&E),
  - finanzielle Verlusttragfähigkeit,
  - Risikoindikator,
  - Risiko-/Renditeprofil,
  - Anlageziele,
  - Anlagehorizont.

# Ausgewählte Themen

## Zielmarkt für Finanzinstrumente

- Bei Privatkunden und **professionellen Kunden muss** vor der Transaktion der **Zielmarkt** des Produkts mit dem Zielmarkt des Kunden **abgeglichen** werden.
- **Immer zu prüfen: Kundenkategorie.** D.h. ein Produkt, das nur für Profis und geeignete Gegenparteien vorgesehen ist, darf nicht an Privatkunden vertrieben werden.
- Welche der Kriterien im Übrigen abzuprüfen sind, hängt von der Vertriebsart ab (Beratung, beratungsfrei, „execution-only“). Je nach Art treffen den Vertrieb unterschiedlich stark ausgeprägte Explorationspflichten. Nur hinsichtlich der einzuholenden Informationen besteht die Pflicht, diese auch beim Zielmarktabgleich zu berücksichtigen (**Parallele zur Explorationspflicht**).
- Im **beratungsfreien Geschäft** sind (nur) die K&E des Kunden einzuholen. Bei Profis kann immer von den erforderlichen K&E ausgegangen werden. Faktisch ist also hier nur die Kundenkategorie zu prüfen.
- In der **Anlageberatung und der VV** dagegen sind neben der Kundenkategorie sämtliche restlichen Zielmarktkriterien zu erforschen. Bei Profis kann im Rahmen der **Anlageberatung** (neben den erforderlichen K&E) auch von der erforderlichen finanziellen Verlusttragfähigkeit ausgegangen werden; hier verbleibt also eine relativ geringe Prüfung.

# Ausgewählte Themen

## Zielmarkt für Dienstleistungen??

- Nach Art. 16 Abs. 3 **MiFID II (sog. Level 1)** muss **nur für FI ein Zielmarkt** definiert werden.
- Nach Art. 10 Abs. 1 u. 2 der mittlerweile veröffentlichten **delegierten Richtlinie 2017/593 (sog. Level 2)** muss der Vertrieb auch einen **Zielmarkt für Dienstleistungen** definieren und die entsprechenden Verpflichtungen wie bei FI erfüllen.
- Die delegierte Richtlinie sollte ausdrücklich – wie generell delegierte Rechtsakte – lediglich die Anforderungen auf Level 1 „präzisieren“.
- Fraglich ist also, ob hierin ein ggfs. zur Unwirksamkeit führender Kompetenzverstoß der Europäischen Kommission liegt, die die delegierte Richtlinie entworfen hat. Europäischer Rat und Europäisches Parlament (Urheber der MiFID II) haben im Gesetzgebungsverfahren keine Einwände erhoben.
- Der **deutsche Gesetzgeber** hat **insoweit keine Umsetzung genommen**, d.h. nach Vorbild Level 1 nur die Zielmarktanforderungen hinsichtlich FI implementiert.

# *Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.*



**Dr. Joachim Kayser**  
Rechtsanwalt / Partner



Friedrich-Ebert-Anlage 35-37  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 9585 6758  
Mobil: +49 151 1222 2436  
E-Mail: [joachim.kayser@de.pwc.com](mailto:joachim.kayser@de.pwc.com)