

Anforderungen der MiFID II an die Vermögensverwaltung

Stand: April 2017

In der letzten Woche sind die Delegierten Rechtsakte für die MiFID II-Umsetzung im Amtsblatt der EU veröffentlicht worden. Damit kann die Umsetzung beginnen. Die MiFID II bringt auch inhaltliche Anforderungen an die Vermögensverwaltung. Ich möchte im Folgenden vor allem zwei Aspekte herausarbeiten, die in der täglichen inhaltlichen Arbeit eines Vermögensverwalters eine wichtige Rolle spielen werden:

Die MiFID II stellt neue Anforderungen an die Geeignetheit auf. Dazu war im Vorfeld eine intensive Diskussion entstanden. Die ESMA hatte ursprünglich gefordert, in der Vermögensverwaltung und in der Anlageberatung müsse stets das billigere oder weniger komplexe Finanzinstrument für den Kunden ausgewählt werden. Das war auf vielfältige Kritik gestoßen. Verschiedene Banken, Verbände und auch wir haben über den Verband der unabhängigen Vermögensverwalter Stellung bezogen und geltend gemacht, nicht nur Kosten und Komplexität, sondern auch andere Kriterien wie Bonität, Verlässlichkeit, Seriosität oder die Einhaltung von Compliance-Vorgaben seien ebenso wichtige Kriterien, die bei Umschichtung im Kundenportfolio zu berücksichtigen seien. Dem ist die ESMA erfreulicherweise gefolgt und hat ihre sehr strenge Haltung relativiert. Nichtsdestotrotz sind aber ein paar Kriterien übriggeblieben.

Nach Art. 54 Abs. 9 der Delegierten Verordnung EU 2017/565 müssen Institute Strategien und Verfahren anwenden und demonstrieren können, um sicherzustellen, dass sie in der Lage sind, die Art und Merkmale, wie Kosten und Risiken, der von ihnen für ihre Kunden ausgewählten und beurteilten Wertpapierdienstleistungen und Finanzinstrumente nachzuvollziehen und unter Berücksichtigung von Kosten und Komplexität zu beurteilen, ob äquivalente Wertpapierdienstleistungen bzw. Finanzinstrumente dem Profil ihres Kunden gerecht werden können.

Das klingt sehr abstrakt und kompliziert, lässt sich aber in einfacheren Worten wie folgt zusammenfassen: Dieser Äquivalenztest soll erreichen, dass Vermögensverwalter Vorkehrungen treffen, um Kosten und Risiken der für die Kunden ausgewählten Wertpapiere auszuwerten, um zu beurteilen, welche Wertpapiere oder Wertpapierdienstleistungen am besten zu dem Anlageprofil des Kunden passen.

Das klingt sehr allgemein, die Tücken stecken aber im Detail. Zunächst einmal muss das Institut in der Lage sein, Kosten und Risiken der für den Kunden in Betracht kommenden Finanzinstrumente zu analysieren und auszuwerten. Dazu wird man Informationsportale oder ein Research vorzuhalten haben.

Sodann sind den geplanten Investments für den Kunden mögliche Alternativen gegenüberzustellen. Das gewählte Modell muss konkurrenzfähig sein und für den Kunden rechtfertigbar. Die Anforderung kann für einige Produktlinien noch gefährlich werden, z.B. bei einer sehr teuren fondsgebundenen Vermögensverwaltung, in der auch Ausgabeaufschläge verlangt werden. Bei diesen Modellen muss der Vermögensverwalter argumentieren können,

wo der Mehrwert dieser Vermögensverwaltung enthalten ist. Über die sehr detaillierten Vorgaben zur Kostentransparenz wird es dem Kunden auch offenbar, wie teuer die Vermögensverwaltung möglicherweise ist. Er wird die Kosten in Euro und in Prozent erkennen und vergleichen können, ebenso wie der Wirtschaftsprüfer und die Aufsichtsbehörden.

Ich halte es für übertrieben, diese Anforderung so streng zu interpretieren, dass ein Abgleich mit dem Wertpapieruniversum auf internationaler oder nationaler Ebene zu erfolgen hat. Es wird aber wahrscheinlich nicht ausreichend sein, nur eine Alternative auszuwählen und anhand dieser Alternative einen Vergleich der Kosten- und Risikostruktur vorzunehmen.

Gleichzeitig verlangt Art. 54 Abs. 11 der Delegierten Verordnung im Falle einer Umschichtung Informationen über die bestehenden Investitionen des Kunden auswerten und eine Kosten-Nutzen-Analyse der Umschichtung durchführen. Die Institute müssen demonstrieren, dass die Vorteile der Umschichtung deren Kosten überwiegen. Das bedeutet zwar eine deutliche Relativierung des ursprünglich von der ESMA geforderten Standards, wonach die Institute bei der Umschichtung stets das billigere oder weniger komplexe Finanzinstrument auswählen müssen. Eine Kosten-Nutzen-Analyse gibt deutlich mehr Freiheit. Die jetzige Formulierung erhält die Möglichkeit, auch komplexe oder teurere Produkte für den Kunden zu erwerben, dazu muss aber ein sachlicher Grund für die Umschichtung geltend gemacht werden können. Etwas grob geschätzt kann man formulieren, je komplexer oder teurer das für den Kunden ausgewählte Produkt ist, desto stärker muss der sachliche Grund für die Umschichtung sein.

Will daher der Vermögensverwalter z.B. von einem reinen Aktieninvestment in einen Index switchen, so kann er ein teureres Indexzertifikat oder einen Indexfonds für den Kunden erwerben mit dem Argument, der Index oder das Zertifikat biete eine breitere Diversifikation als die gewählten Einzeltitel. Wichtig ist die Dokumentation. Diese Überlegungen sollten erfasst und dokumentiert sein, damit sie auch in den folgenden Jahren von Wirtschaftsprüfern und Aufsichtsbehörden nachvollzogen werden können.

Da aber jede Transaktion Kosten auslöst, entsteht auch bei jeder Transaktion ein Rechtfertigungs- und Dokumentationszwang. Erwägt der Vermögensverwalter BMW gegen Daimler auszutauschen, entstehen dadurch Kosten und sie müssen durch einen sachlichen Grund gerechtfertigt sein, z.B. wenn der Vermögensverwalter der Daimler-Aktie mehr zutraut. Soll Siemens gegen GE ausgetauscht werden, können z.B. Währungsentwicklungen der sachliche Grund sein. Wichtig sind stets der sachliche Grund und eine Dokumentation desselben.

Je höher die Transaktionskosten sind, desto stärker wird die Freiheit des Vermögensverwalters beschränkt werden. Flatfee-Modelle machen dem Vermögensverwalter das Leben einfacher: Wenn der Kunde die Transaktionsgebühren mit der Flatfee bezahlt hat, kann der Vermögensverwalter leichter die Möglichkeit des Kapitalmarkts nutzen und besitzt deutlich mehr Freiheit zu Umschichtungen.

Spannend wird daher die Neufassung der MaComp, wenn die BaFin darin ihren Standpunkt zu dem Thema offenlegt.

Mit den besten Grüßen

Ihr
Dr. Christian Waigel
Rechtsanwalt