

CLIENT ALERT 10.11.2017

<p>Bis Juli 2020 keine Nachteile für U.S. Wertpapierhändler und Vermögensverwalter wegen MiFID II</p>	<p>U.S. broker/ dealers and investment advisers not negatively affected by MiFID II until July 2020</p>
<p>Die amerikanische Kapitalmarktaufsichtsbehörde ("SEC") hat am 26.10.2017 amerikanischen Wertpapierhändlern ("WpH") und Vermögensberatern bis zum 3.7.2020 durch den Erlass drei gezielter Verwaltungsanweisungen (no action letters) Zeit gegeben, sich auf die durch MiFID II¹ geänderten Anforderungen an die Kosten für Analysen einzustellen.</p> <p>Amerikanische WpH rechnen üblicherweise nicht separat für Analysen ab; vielmehr decken die Kommissionen und Courtagen für den Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten auch die Kosten für Berichte und Veröffentlichungen ab, die an Kunden versandt werden. Dies geschieht schon seit Jahren mit Wissen und Einwilligung der Aufsichtsbehörden. Die SEC hat 3 Situationen ausdrücklich freigestellt: (i) U.S. WpH dürfen die Kosten für die Analysen aus den Gebühren für den Handel abdecken, solange die Analysen ein Beiprodukt ("incidental") der Händlertätigkeit darstellen, (ii) Vermögensberater, die Gesamtgebühren verlangen, also die einzelnen Tätigkeiten oder Aufgaben nicht getrennt abrechnen, dürfen die Gebühren eines Kunden für die Kosten der Analysen (oder des Handels) für andere Kunden verwenden, und (iii) Vermögensberater dürfen Aufträge für mehrere</p>	<p>The SEC gave U.S. broker/ dealers and asset managers on October 26, 2017 a grace period until July 3, 2020 to adjust to the new requirements of paying for research under MiFID II¹, the European Markets in Financial Instruments Directive, by issuing three targeted no-action-letters.</p> <p>U.S. broker/ dealers do not customarily charge for research; rather they use brokerage commissions for the purchase and sale of securities to cover the cost of analysis and publications disseminated to their customers. This has been standard practice with the knowledge and consent of the supervising authorities for years. The SEC has blessed 3 practices: (i) U.S. broker/ dealers may cover the cost of research by using trading commissions, as long as that research is "incidental" to the brokerage activities, (ii) U.S. investment advisers that charge just one (unspecific) fee, i.e. do not invoice customers for separate activities, may use the fee of one customer to purchase brokerage or research services for another customer, and (iii) U.S. investment advisers may bundle orders of various customers, as long as all customers pay the same price, regardless of how the investment adviser</p>

¹ The goal of MiFID, the Markets in Financial Instruments Directive (2004/39/EC), applicable across the European Union since November 2007, was to create a single market for investment services and activities and to harmonize the protection for investors in financial instruments. The Directive on Markets in Financial Instruments repealing Directive 2004/39/EC and the Regulation on Markets in Financial Instruments, commonly referred to as MiFID II and MiFIR, were adopted in 2014 and will start applying on 3. January 2018. These new rules take into account developments in the trading environment since the implementation of MiFID and, in light of the financial crisis, attempt to make financial markets making them more efficient, resilient and transparent.

Kunden bündeln, solange sie allen Kunden den Durchschnittspreis abrechnen, gleichgültig wie sich der Durchschnittspreis zusammen setzt (also gleichgültig, ob der Preis nur die Kosten der Verfügung über das Wertpapier oder auch die für die Analyse enthält). Eine Abweichung von diesen Anforderungen würde dazu führen, daß WpH als Vermögensberater angesehen würden und sich als solche zulassen und unter deren erhöhten Treuepflichten agieren müssten bzw. daß Vermögensberatern die oben erklärten Alternativen nicht mehr zur Verfügung stünden.

MiFID II tritt am 3.1.2018 in Kraft. Sie verlangt, daß Analysen und Handel in der EU (also vom Ausland in die EU oder aus der EU in das Ausland) getrennt abgerechnet werden. Diese Regel findet nicht nur auf EU Finanzinstitute Anwendung, die sich seit Jahren mit der Umsetzung von MiFID II beschäftigen, sondern auch auf Teilnehmer am U.S. Finanzmarkt. U.S. WpH müssten daher vom nächsten Jahr an für ihre europäischen Kunden Handel und Analyse trennen und unabhängig von einander abrechnen. Umgekehrt würden U.S. Vermögensberater Analysen aus der EU direkt in Rechnung gestellt werden. Sie müssten dann diese Kosten auf eigene Rechnung übernehmen, falls sie weiterhin die oben erklärte Bezuschussung von Analyse bzw. die Gebührenbündelung heranziehen wollen. Falls sie die Kosten der Analyse ihren Kunden in Rechnung stellen würden, dann könnten sie diese Praktiken nicht mehr anwenden.

Daher stellen die jüngsten Verwaltungsanweisungen der SEC eine willkommene Freistellung dar. Im einzelnen legen sie folgendes fest (ein Reihe von Detailanforderungen werden hier nicht erklärt; bitte wenden Sie sich dafür an Ihre LPG&M Kontaktperson):

- (1) U.S. WpH werden keine Vermögensberater, solange sie für Analysen von Instituten, die MiFID II unterliegen, mit ihrem eigenen Geld oder dem, das für diesen Zweck aus Kundengebühren abgezogen wurde (sog. Analyse Zahlungskonten, "RPAs"), bezahlen;
- (2) U.S. Vermögensberater dürfen weiterhin die Methode der Bezuschussung von Analysen anwenden, solange sie für die

arrived at that price (i.e. whether the price is for the brokerage transaction only or whether it includes the cost of research). Deviating from any of these requirements would make a broker/dealer become an investment adviser, thereby subjecting it to registration and heightened fiduciary standards, and would make investment advisers lose the above explained flexibility.

MiFID II will take effect on Jan. 3, 2018. It demands that research and brokerage in the European Union (i.e. transactions from the outside into the EU or from the EU to the outside) be billed separately. This rule impacts not only EU financial institutions which have grappled with the implementation of MiFID II for years, but also U.S. market participants. U.S. broker/dealers would need to distinguish between brokerage and research and charge its European customers for its research separately from next year on. Conversely, a U.S. investment adviser will be billed, and need to pay, for research from EU financial institutions. It would then need to cover this expense out of its own revenues, if it wants to continue to enjoy the practices of cross-subsidization or fee bundling explained above. If it were to pass on the EU research cost to its customers, it would forfeit the use of these practices.

Accordingly, the recent no-action letters by the SEC come as a welcomed reprieve. Specifically, these letters provide (subject to a number of conditions not explained in this client alert; please ask you regular LPG&M contact for details):

- (1) Broker/dealers do not become an investment advisers if they pay for research from an institution subject to MiFID II with its own money or with money put aside from customer fees (so-called research payment accounts or "RPAs");
- (2) Investment advisers may continue to use cross subsidization despite paying for research from an institution subject to MiFID II through an RPA; and

<p>Analysen von Instituten, die MiFID II unterliegen, mit RPAs bezahlen; und</p> <p>(3) U.S. Vermögensberater dürfen weiterhin die Methode der Gebührenbündelung anwenden, selbst wenn sie für Analysen von Instituten, die MiFID II unterliegen, separat bezahlen, solange allen Kunden derselbe Preis für die verbleibenden Kosten berechnet wird.</p> <p>Die SEC wird die Entwicklungen zu diesem Thema aufmerksam verfolgen und die nächsten Schritte in den nächsten 2 ½ Jahren festlegen.</p>	<p>(3) Investment advisers may continue to bundle customer fees, even if the research from an institution subject to MiFID II is paid separately, as long as all customers pay the same amount for the other costs.</p> <p>The SEC will continue to monitor the evolution of these issues and determine the next steps over the next 2 ½ years.</p>
---	---

* * * * *

Questions concerning this **Client Alert** can be directed to the following persons or your regular LPGM contact. Fragen zu diesem **Client Alert** können an folgende Personen oder an Ihre Kontaktperson bei LPGM gerichtet werden:

	<p>Dr. Johannes K. Gäbel, J.D. (Cornell), Partner New York, NY, USA T: +1 212 784 3309 jgabel@lpgmlaw.com</p>
	<p>Robert Giacovas, Partner New York, NY, USA T: +1 212 784 2403 rgiacovas@lpgmlaw.com</p>
	<p>James F. Moyle, Partner New York, NY, USA T: +1 212 784 2407 jmoyle@lpgmlaw.com</p>

About Lazare Potter Giacovas & Moyle LLP

Founded in 1993, LPG&M is a business law firm providing exceptional services in commercial litigation, insurance coverage disputes, employment matters, regulatory proceedings and corporate transactions. LPG&M's experienced team has the size and flexibility to fashion pragmatic legal strategies and fee structures that match its clients' business objectives.

The firm's financial services group has extensive experience, and provides national and international financial institutions and corporations with legal services, in both advisory and contested finance and certain finance related regulatory matters. For more detail, please visit our website at www.lpgmlaw.com.

LPG&M ist eine Wirtschaftskanzlei, die hochprofessionelle Rechtsberatung bei kommerziellen Auseinandersetzungen, bei Streitigkeiten zum Versicherungsschutz, im Arbeitsrecht und bei unternehmensrelevanten Maßnahmen leistet. Das erfahrene Team von LPG&M hat die Größe und Flexibilität, um pragmatische juristische Ansätze und Gebührenstrukturen zu erarbeiten, die die unternehmerischen Absichten unserer Mandanten widerspiegeln.

Das Team innerhalb der Kanzlei, das Dienstleistungen für die Finanzbranche erbringt, verfügt über umfassende Erfahrung und vertritt nationale und internationale Finanzinstitute und Unternehmen bei allen juristischen Fragen in bezug auf verhandelte und streitige Finanzsowie bestimmte bankaufsichtsrechtliche Mandate. Für weitere Details besuchen Sie uns bitte auf unserer Webseite www.lpgmlaw.com.

* * * * *

This Client Alert is not intended to provide legal advice; no legal or business decisions should be based on its content.

Dieser Client Alert soll nicht als Rechtsberatung dienen; keine rechtlichen oder wirtschaftlichen Entscheidungen sollten auf seinen Inhalt basieren.