

CB-BEITRAG

Dr. Lars Röh, RA, und Dr. Frank Zingel, RA

Compliance nach der MiFID II

Die Überarbeitung der MiFID ist das zentrale Reformprojekt der Finanzmarktregulierung in Europa. Die Umsetzung der umfassend überarbeiteten MiFID I in Form der MiFID II und der MiFIR wird eine große Herausforderung für die gesamte Finanzdienstleistungsindustrie darstellen. Das Schwergewicht der Neuregulierung liegt auf den Gebieten des Anlegerschutzes (Investor Protection) und der Marktinfrastruktur (Market Infrastructure). Die Compliance-Funktion ist nicht ausdrücklich Gegenstand des MiFID-Reviewprozesses. Gleichwohl werden sich die technischen Durchführungsbestimmungen der MiFID II auf die gesetzliche Stellung und das Aufgabenfeld von Compliance auswirken. Welche Veränderungen die MiFID II für die Compliance-Funktion in einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit sich bringen wird, soll in dem nachfolgenden Beitrag näher beleuchtet werden.

I. Einleitung

Die Umsetzung der MiFID I in Deutschland¹ hat die Bedeutung von Compliance für das Wertpapiergeschäft von Banken, Sparkassen und Finanzdienstleistungsinstituten deutlich erhöht.² Versucht man sich heute einen Überblick über den nunmehr durch die MiFID II erzeugten Änderungsbedarf für die Regulierung von Compliance zu verschaffen, steht man vor dem Problem, dass der Prozess der Rechtsetzung noch andauert und nicht vor Ende 2015 abgeschlossen sein wird. Die Richtlinie MiFID II³ und die zugehörige Verordnung MiFIR⁴ sind zwar verabschiedet und im Amtsblatt veröffentlicht (sog. Level 1). Der europäische Gesetzgeber hat jedoch in der MiFID II und der MiFIR zahlreiche Ermächtigungen für die EU-Kommission vorgesehen, in Zusammenarbeit mit der *European Securities and Markets Authority* (ESMA) technische Durchführungsbestimmungen zu erlassen (sog. Level 2). Bei diesen Durchführungsbestimmungen handelt es sich zum einen um delegierte Rechtsakte i. S. v. Art. 290 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)⁵. Hierzu zählen technische Regulierungsstandards⁶ i. S. v. Art. 10 ff. ESMA-VO, die von der EU-Kommission in Form einer Verordnung oder eines Beschlusses erlassen werden (Art. 10 Abs. 4 ESMA-VO), und sonstige delegierte Rechtsakte in der Rechtsform einer Verordnung oder einer Richtlinie. Zum anderen kann die EU-Kommission nach Art. 15 ESMA-VO technische Durchführungsstandards⁷ erlassen, die ihre Grundlage in Art. 291 AEUV haben. Bei der MiFID II stehen die (sonstigen) delegierten Rechtsakte im Vordergrund, während für die MiFIR zahlreiche technische Regulierungs- und Durchführungsstandards vorgesehen sind.

Vor Erlass von Level 2-Maßnahmen soll die Kommission sich von ESMA beraten und Regelungsvorschläge erarbeiten lassen.⁸ Auf dem sog. Level 3 wird ESMA sodann Leitlinien und Empfehlungen zur Vereinheitlichung der Aufsichtspraxis beschließen können.⁹ Insoweit haben die nachfolgenden Ausführungen zwangsläufig einen prognostischen Charakter. Allerdings vermittelt insbesondere das Konsultationspapier, das ESMA am 22.5.2014 zur Vorbereitung seiner Empfehlungen an die EU-Kommission für die Ausgestaltung von Level 2-Maßnahmen veröffentlicht hat, einen belastbaren Eindruck davon, mit welchen Inhalten zu rechnen sein wird.¹⁰

Vor diesem Hintergrund soll nachfolgend für die drei Themen:

- Anforderungen an die Compliance-Funktion,
- Interessenkonflikte und
- Aufgaben der Compliance-Funktion

anhand einer Gap-Analyse untersucht werden, auf welche Änderungen sich Wertpapierdienstleistungsunternehmen voraussichtlich einstellen müssen.

II. Gap-Analyse: Organisatorische Anforderungen an die Compliance-Funktion

1. Richtlinie (Level 1)

Auf den ersten Blick scheint es so, als ob die Anforderungen an die Compliance-Funktion aus der MiFID I unverändert in die MiFID II

1 Die Umsetzung erfolgte über das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) vom 16.7.2007, BGBl. I 1330.

2 S. zu den sich aus der MiFID I ergebenden Änderungen für die WpHG-Compliance Röh, BB 2008, 398 ff.

3 RL 2014/65/EU des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der RL 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173/349 vom 12.6.2014).

4 VO (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der VO (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 173/84 vom 12.6.2014).

5 Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (konsolidierte Fassung bekanntgemacht im ABl. C 115/47 vom 9.5.2008).

6 Engl. Regulatory Technical Standards (RTS).

7 Engl. Implementing Technical Standards (ITS).

8 S. Baur/Boegl, BKR 2011, 177, 182.

9 Engl. Guidelines and Recommendations. Dieser gestufte Gesetzgebungsprozess geht auf Empfehlungen des De Larosière-Berichts aus dem Jahre 2009 zurück und stellt eine Fortentwicklung des Lamfalussy-Verfahrens dar, s. Baur/Boegl, BKR 2011, 177.

10 ESMA, Consultation Paper MiFID II/MiFIR, 22 May 2014 (ESMA/2014/549).

übernommen wurden. Art. 13 Abs. 2 MiFID I adressierte Compliance nur sehr kurz: „Eine Wertpapierfirma sieht angemessene Strategien und Verfahren vor, die ausreichen, um sicherzustellen, dass die Firma, ihre Geschäftsleitung, Beschäftigten und vertraglich gebundenen Vermittler den Verpflichtungen gemäß dieser Richtlinie sowie den einschlägigen Vorschriften für persönliche Geschäfte dieser Personen nachkommen.“ Diese knappe Regelung findet sich mit dem gleichen Wortlaut nunmehr in Art. 16 Abs. 2 MiFID II.

2. Technische Durchführungsbestimmungen (Level 2)

Vor dem Hintergrund der noch ausstehenden Level 2-Maßnahmen wäre es allerdings voreilig, allein daraus zu schließen, dass alles beim Alten bleibt. Schon bislang waren und sind für das Verständnis der aus der MiFID I resultierenden Anforderungen an die Compliance-Funktion weniger der programmatische Leitsatz auf Level 1 (Art. 13 Abs. 2) als vielmehr die Vorgaben in Art. 6 der Durchführungsrichtlinie zur MiFID I (MiFID-DRL) maßgeblich.¹¹ Diese Regelung wurde in Deutschland durch die Vorschrift des § 12 WpDVerOV umgesetzt, die zugleich den Programmsatz des § 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG konkretisiert. Entscheidend wird deshalb auch für die MiFID II sein, welche Festlegungen zu Compliance auf Level 2 getroffen werden. Art. 16 Abs. 12 i. V. m. Art. 89 MiFID II sieht diesbezüglich vor, dass der Kommission die Befugnis übertragen wird, einen sonstigen delegierten Rechtsakt zur Präzisierung der organisatorischen Anforderungen in Art. 16 Abs. 2 MiFID II zu erlassen. Ein offizieller Entwurf der Kommission für einen solchen delegierten Rechtsakt ist erst für das Jahr 2015 zu erwarten. Ausführliche Vorarbeiten der ESMA geben jedoch bereits heute Aufschluss darüber, mit welchen Schwerpunkten zu rechnen ist.

a) Guidelines der ESMA (2012)

So hatte die ESMA noch auf Basis der MiFID I im Jahr 2012 „Guidelines on certain aspects for the MiFID compliance function requirements“ (ESMA-Guidelines) veröffentlicht.¹² Die darin von ESMA empfohlenen Festlegungen gingen teilweise erheblich über das Regelungsniveau hinaus, was Deutschland zur Umsetzung von Art. 6 MiFID-DRL mit der Vorschrift des § 12 WpDVerOV geleistet hatte. Beispielhaft seien die Risikoanalyse und die risikoorientierte Überwachung genannt.¹³

b) Frühzeitige Umsetzung der ESMA-Guidelines in den MaComp

Bei den ESMA-Guidelines handelt es sich um Leitlinien i. S. v. Art. 16 der ESMA-VO.¹⁴ Die nationalen Aufsichtsbehörden haben alle erforderlichen Anstrengungen zu unternehmen, um den Leitlinien nachzukommen (Art. 16 Abs. 3 S. 1 ESMA-VO). Die BaFin hat diese Aufgabe unmittelbar nach der Verabschiedung der ESMA-Guidelines (Juli 2012) erfüllt und deren Inhalte in die Neufassung der MaComp vom 30.11.2012 übernommen. Dies hat zu folgenden Ergänzungen in dem Modul BT 1 und zu einem neuen Modul BT 7 geführt, s. Tabelle.

c) ESMA-Konsultationspapier MiFID II/MiFIR (2014)

Die EU-Kommission hat ESMA um Unterstützung bei der Vorbereitung der auf Level 2 zu erlassenden delegierten Rechtsakte gebeten. In dem zu diesem Zweck an ESMA gerichteten „Request for technical Advice“ vom 23.4.2014¹⁵ nimmt die Kommission ausdrücklich Bezug auf die ESMA-Guidelines und regt an, dass sich ESMA von den dort erarbeiteten Verbesserungsvorschlägen leiten lassen solle („suitable source of inspiration“).¹⁶ ESMA ist dieser Anregung gefolgt und hat im Konsultationspapier zu MiFID II/MiFIR¹⁷ vom 22.5.2014

Tabelle: Neufassung der MaComp vom 30.11.2012 nach Übernahme der ESMA-Guidelines

Regelung	ESMA-Guidelines	MaComp
Risikoanalyse zur Ermittlung eines Risikoprofils	Guideline 2, Tz. 2	BT 1.2.1.1 Tz. 2
Erstreckung der Überwachungshandlungen auf Ablauf des Beschwerdeverfahrens	Supporting Guideline Tz. 26	BT 1.2.1.2 Tz. 3
Erweiterte Beratungsaufgaben der Compliance-Funktion	General Guideline 4	BT 1.2.3
Erweiterte Beteiligung der Compliance-Funktion an Prozessen (Beratung der operativen Bereiche und Einbringung von Sachkenntnissen bei der Erschließung neuer Geschäftsfelder etc.)	Supporting Guidelines Tz. 40 f.	BT 1.2.4 Tz. 3
Erweiterte Anforderungen an Überwachungsplan (Erstreckung auf unvorhergesehene Ereignisse; fortlaufende Anpassung an Änderungen des Risikoprofils)	Supporting Guideline Tz. 23	BT 1.3.2.1

Empfehlungen an die Kommission für eine Weiterentwicklung der Compliance-Funktion auf Level 2 der MiFID II entworfen, die sich auf der Linie der ESMA-Guidelines bewegen. Im Wesentlichen schlägt ESMA vor, die bisherigen Regelungen in Art. 6 MiFID-DRL unter dem MiFID II-Regime fortzuschreiben und unter folgenden Aspekten zu ergänzen:¹⁸

- Überwachung des Beschwerdemanagements durch die Compliance-Funktion (*complaints-handling process*),¹⁹
- Erstellung einer Risikoanalyse,²⁰
- Etablierung eines risikoorientierten Überwachungsplans (*risk based monitoring programme*).²¹

Bei Lichte betrachtet bleibt ESMA mit diesen Vorschlägen geringfügig hinter den Compliance-Guidelines aus dem Jahre 2012 zurück. So

11 RL 2006/73/EG der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie vom 10.8.2006 (ABl. L 241/26 vom 2.9.2006).
 12 ESMA, Final Report vom 6.7.2012 (ESMA/2012/388).
 13 ESMA-Guidelines (Fn. 12), Abschn. 2.3.
 14 VO (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission (ABl. L 331/84 vom 15.12.2010).
 15 Request to ESMA for Technical Advice on Possible Delegated Acts and Implementing Acts, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-request_en.pdf.
 16 Request to ESMA for Technical Advice (Fn. 15), S. 15.
 17 Fn. 10.
 18 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.3 Draft technical advice, Tz. 1 ff., S. 20 ff.
 19 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.3 Draft technical advice, Tz. 3 (iv), S. 21.
 20 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.3 Draft technical advice, Tz. 4 S. 1, S. 21.
 21 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.3 Draft technical advice, Tz. 4 S. 2 und 3, S. 21.

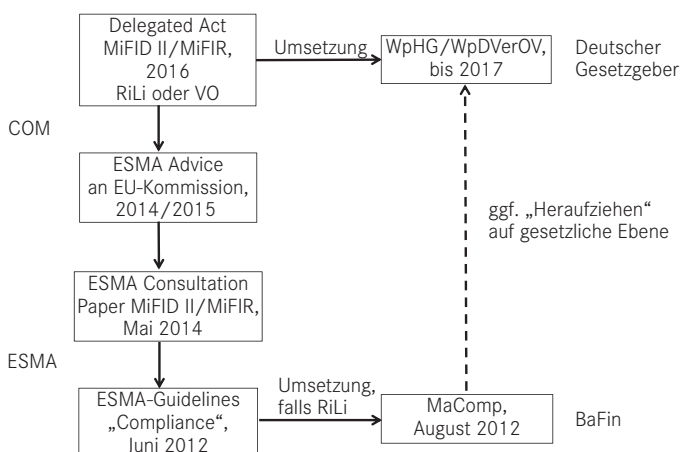
finden sich im Konsultationspapier ebenso wenig Empfehlungen zu einer erweiterten Beteiligung der Compliance-Funktion an Prozessen wie detaillierte Anforderungen an den Überwachungsplan. Auch die Erstreckung auf unvorhergesehene Ereignisse und die fortlaufende Anpassung an Änderungen des Risikoprofils (s. hierzu oben Tabelle unter c) werden nicht adressiert. Dies mag sich damit erklären lassen, dass ESMA keinen zu hohen Detaillierungsgrad auf Level 2 anstrebt, sondern sich weitere Spezifizierungen für Leitlinien auf Level 3 vorbehalten will.

Es ist damit zu rechnen, dass die Kommission den für Anfang 2015 erwarteten endgültigen Empfehlungen von ESMA folgen und einen entsprechenden delegierten Rechtsakt erlassen wird. Weite Teile der ESMA-Guidelines würden auf diese Weise nachträglich mit den Durchführungsbestimmungen zu Art. 16 Abs. 2 MiFID II einen normativen Überbau erhalten.

d) Technischer Umsetzungsbedarf in Deutschland

Die BaFin hat diese Entwicklung auf Level 2 der MiFID II mit der frühzeitigen Umsetzung der ESMA-Guidelines in den MaComp bereits vorweggenommen. Es ist deshalb nicht zu erwarten, dass sich in Deutschland aus den Level 2-Maßnahmen ein relevanter Umsetzungsbedarf bezüglich der Organisation der Compliance-Funktion ergeben wird. Dies setzt allerdings voraus, dass die endgültigen Empfehlungen der ESMA an die EU-Kommission nicht über das hinausgehen, was die ESMA in ihrem Konsultationspapier vom 22.5.2014 vorgeschlagen hat, und die Kommission diese Vorschläge unverändert übernimmt. Je nach Rechtsnatur der Durchführungsbestimmungen – Richtlinie oder Verordnung – wird der deutsche Gesetzgeber zudem zu entscheiden haben, ob er die bislang der Umsetzung der ESMA-Vorgaben dienenden Regelungen in den MaComp auf die Ebene der WpDVerOV (Gesetz im materiellen Sinne) heraufziehen muss, um den Umsetzungsauftrag zu erfüllen. Der komplexe Regelungsmechanismus gestaltet sich demnach wie folgt:

Abbildung: Künftiger Regelungsmechanismus



III. Gap-Analyse: Interessenkonflikte

Die Anforderungen an den Umgang mit Interessenkonflikten stellen ein klassisches Element der Organisations- und Wohlverhaltenspflichten bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen dar.²² Ebenso zählt es seit Umsetzung der MiFID I zu den zentralen

Aufgaben der Compliance-Funktion, für eine angemessene Interessenkonfliktsteuerung zu sorgen.²³ In der MiFID II wird der Umgang mit Interessenkonflikten in Art. 16 Abs. 3 (Organisationspflichten) und Art. 23 (Identifikation und Offenlegung) adressiert. Diese Regelungen entsprechen denjenigen in Art. 13 Abs. 3 und Art. 18 der MiFID I. Insofern ergeben sich also keine Neuerungen. Allerdings ist auch hier die EU-Kommission befugt, durch einen delegierten Rechtsakt auf Level 2 die Anforderungen an den Umgang mit Interessenkonflikten zu konkretisieren (Art. 16 Abs. 12 i. V. m. Art. 89 MiFID II).

Demgemäß hat die Kommission ESMA um die Ausarbeitung entsprechender Empfehlungen gebeten.²⁴ Die ESMA schlägt diesbezüglich in Abschn. 2.9 des Konsultationspapiers vor, den Umgang mit Interessenkonflikten durch folgende Vorgaben zu ergänzen:

- Klarstellung, dass die Offenlegung eines Interessenkonfliktes lediglich das letzte Mittel (*measure of last resort*) ist, wenn die organisatorischen Vorkehrungen die negative Wirkung des Konfliktes auf Kundeninteressen nicht verhindern konnten.²⁵
- Im Fall der Offenlegung eines Konfliktes soll ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf einem dauerhaften Datenträger eindeutig darlegen, dass die organisatorischen Maßnahmen nicht ausreichend sind, um mit hinreichender Sicherheit zu gewährleisten, dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden.²⁶
- Dabei soll das Unternehmen die allgemeine Natur oder die Herkunft des Interessenkonfliktes erläutern und hinreichend detailliert darlegen, welche Risiken der Konflikt für die Interessen des Kunden mit sich bringt und welche Schritte unternommen wurden, um diese Risiken zu verringern.²⁷
- Schließlich sollen Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihre organisatorischen Vorkehrungen zum Umgang mit Interessenkonflikten regelmäßig überprüfen und angemessene Maßnahmen zur Beseitigung von Defiziten ergreifen. Ein übertriebener Rückgriff auf die Offenlegung von Konflikten sei als ein Defizit in den Vorkehrungen anzusehen.²⁸

Diese Vorstellungen der ESMA dürften – sofern sie denn von der Kommission so im delegierten Rechtsakt umgesetzt werden – die Aufgabe der Interessenkonfliktsteuerung für die Compliance-Funktion erweitern. Denn bislang finden sich weder im WpHG oder der WpDVerOV noch in den MaComp klare Festlegungen, wann die Offenlegung eines Interessenkonfliktes an die Stelle von organisatorischen Maßnahmen für seine Vermeidung treten kann. In der Literatur wird zwar die Nachrangigkeit der Offenlegung gegenüber den organisatorischen Vorkehrungen betont, die auch in § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG angelegt ist.²⁹ Präzise Kriterien darüber, wann eine Offenlegung das richtige Mittel ist, sind bisher aber nicht entwickelt worden. Solche Kriterien

22 S. bereits Art. 10 und 11 der RL 93/22/EWG des Rates vom 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. L 141/27 vom 11.6.1993.

23 BT 1.2.1 MaComp, hierzu Schäfer, in: Krimphove/Kruse, MaComp, 2013, BT 1 Rn. 135; zur MiFID-Umsetzung Röh, BB 2008, 398, 403.

24 Request to ESMA for Technical Advice (Fn. 15), Ziff. 3.7, S. 19f.

25 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.9 Draft technical advice, Tz. 2, S. 73.

26 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.9 Draft technical advice, Tz. 3 S. 1 und 2, S. 73.

27 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.9 Draft technical advice, Tz. 3 S. 3, S. 73.

28 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.9 Draft technical advice, Tz. 4, S. 73.

29 Hirte/Möllers, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl. 2014, § 31 Rn. 151ff.; Stahlke, in: Krimphove/Kruse, MaComp, 2013, AT 6 Rn. 44f.; Schäfer/Russo, in: Renz/Hense, Wertpapier-Compliance, 2010, S. 607, 612 Rn. 7; Assmann, ÖBA 2007, 40, 43f.

dürften zukünftig von ESMA und/oder der BaFin festgelegt werden. Es wird eine Aufgabe der Compliance-Funktion sein, zu bewerten, in welchen Einzelfällen eine Offenlegung überhaupt noch ein geeignetes Instrument für die Steuerung von Interessenkonflikten sein kann. Grundsätzlich werden die organisatorischen Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten – und deren Überwachung durch die Compliance-Funktion – damit weiter an Bedeutung gewinnen.

IV. Gap-Analyse: Aufgaben der Compliance-Funktion

1. Überblick

Auch wenn sich die organisatorischen Anforderungen an die Compliance-Funktion durch die MiFID II voraussichtlich nicht verändern werden (s. oben II.), ist jedenfalls mit einer Ausweitung des Aufgabebereichs von Compliance zu rechnen. Ausweislich ihres Konsultationspapiers wird ESMA der EU-Kommission vorschlagen, der Compliance-Funktion zusätzliche Aufgaben zuzuweisen. Hierzu gehören:

- Beteiligung an der *Product Governance* einschließlich Zielmarktbestimmung (Art. 16, Art. 24 Abs. 2, Erwägungsgrund 71 MiFID II),³⁰
- Überwachung des Beschwerdemanagements (s. hierzu bereits II. 2. b),³¹
- Überwachung der getrennten Vermögensverwahrung (Art. 16 Abs. 8 bis 10 MiFID II),³²
- Einbeziehung in die Gestaltung der Vergütungspolitik (*remuneration policy*).³³

Letzterer Punkt ist bereits von der BaFin durch Erweiterung der MaComp um den BT 8 umgesetzt worden.³⁴ Dasselbe gilt für die Überwachung des Beschwerdemanagements in BT 1.2.1.2 Tz. 3 MaComp. Bei der getrennten Vermögensverwahrung ist sich ESMA noch nicht sicher, ob dieser Bereich nicht einem gänzlich neuen Beauftragten zugewiesen werden soll, so dass derzeit noch offen ist, ob und inwieweit die Compliance-Funktion hiervon betroffen sein wird.³⁵ Nachfolgend soll deshalb die Rolle von Compliance mit Blick auf den Product Governance-Prozess in den Blick genommen werden.

2. Product Governance

Bei dem durch die MiFID II neu eingeführten Thema „Product Governance“ stehen – kurz gefasst – folgende Aspekte im Vordergrund: Emittenten von Finanzinstrumenten (sog. *manufacturer*)³⁶ haben ein Produktgenehmigungsverfahren einzuführen, das jedes einzelne Finanzinstrument durchlaufen muss, bevor es an Endkunden vertrieben werden kann (Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 2 MiFID II). Insbesondere wird künftig für jedes Produkt ein Zielmarkt zu definieren sein. Dabei ist sicherzustellen, dass alle für dieses Kundensegment einschlägigen Risiken bewertet werden und die beabsichtigte Vertriebsstrategie dem Zielmarkt entspricht (Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 3 MiFID II). Diese Überprüfungspflicht besteht nicht nur einmalig. Vielmehr hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen regelmäßig die von ihm angebotenen oder vertriebenen Finanzinstrumente daraufhin zu überwachen, ob sie unter Berücksichtigung der laufenden Risikoentwicklung mit dem Zielmarkt konform sind und die Vertriebsstrategie geeignet ist (Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 4 MiFID II).

Jeder Produktemittent hat ein Informationspaket an seine Vertriebspartner (sog. *distributors*)³⁷ weiterzugeben, das Informationen zum jeweiligen Finanzinstrument sowie dem Produktgenehmigungsverfahren und dem Zielmarkt enthält (Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 5 MiFID II). Das vertreibende Wertpapierdienstleistungsunternehmen

muss durch angemessene Vorkehrungen dafür Sorge tragen, dass es die vorgenannten Informationen vom Produktemittenten tatsächlich erhält und die Merkmale des Zielmarktes versteht (Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 6 MiFID II).

Auch für das Thema „Product Governance“ wird der Kommission die Befugnis übertragen, durch delegierte Rechtsakte Konkretisierungen auf Level 2 vorzunehmen (Art. 16 Abs. 12 i. V. m. Art. 89 MiFID II). Zu diesem Zweck hat ESMA im Konsultationspapier MiFID II/MiFIR³⁸ umfangreiche Vorschläge für die Ausgestaltung eines delegierten Rechtsakts erarbeitet. Danach sollen Wertpapierfirmen, die *manufacturers* von Anlageprodukten sind, jedes emittierte Produkt einem „Stresstest“ unterziehen, um zu ermitteln, wie das Produkt z. B. auf Marktstörungssituationen, Zahlungsschwierigkeiten des Emittenten, Überzeichnungen oder die Materialisierung von Gegenparteirischen reagiert.³⁹ Ebenso soll für die Zielmarktbestimmung die Kostenstruktur des Produkts berücksichtigt werden.⁴⁰ Bei der Überprüfung bereits emittierter Produkte soll der *manufacturer* Umstände identifizieren, die sich negativ auf das Risikopotential oder die Ertragsaussichten des Produkts auswirken können, und bei ihrem Eintritt hieraus Konsequenzen ziehen (wie z. B. Information des *distributors* über diese Umstände; Einstellung der weiteren Emission des Produkts oder Wechsel des *distributors*, wenn dieser das Produkt in einem anderen als den vom *manufacturer* festgelegten Zielmarkt vertreibt).⁴¹

Die als *distributors* tätigen Wertpapierfirmen (also z. B. Sparkassen und genossenschaftliche Primärbanken) haben angemessene Verfahren und Maßnahmen zu implementieren, die sicherstellen, dass die von ihnen in ihre Anlageprogramme aufgenommenen Produkte mit den Eigenschaften, Zielen und Bedürfnissen des von ihnen festgelegten Zielmarktes kompatibel sind (*product governance arrangements*).⁴² ESMA geht insoweit von einer zweiten Zielmarktbestimmung durch den *distributor* aus, die nicht notwendig deckungsgleich mit dem (potentiellen) Zielmarkt sein muss, den der *manufacturer* vorgesehen hat.⁴³ Keinesfalls kann nach Ansicht von ESMA die eher

30 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 22, S. 49.

31 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.4 Draft technical advice, Tz. 7, S. 25.

32 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.8 Draft technical advice, Tz. 2, S. 63.

33 ESMA Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.11 Draft technical advice, Tz. 4, S. 90.

34 S. dazu BaFin, Anschreiben an die Verbände: Änderung des AT und BT 1 der MaComp, neues Modul BT 8 vom 7.1.2014, GZ: WA 31-Wp 2002-2009/0010, abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1004_wa_macomp_anschreiben_201401.html (Abruf: 15.10.2014).

35 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.8 Draft technical advice, Tz. 2, S. 63.

36 Dieser Begriff findet sich nicht auf Level 1 der MiFID II, sondern wird von ESMA im Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7., Tz. 6, S. 43 eingeführt.

37 S. Fn. 36.

38 S. Fn. 10, s. zum entsprechenden Auftrag der EU-Kommission Request to ESMA for Technical Advice (Fn. 15), S. 16 ff.

39 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 9, S. 47.

40 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 10, S. 47.

41 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 14 und 15, S. 48.

42 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 17, S. 49.

43 Vgl. ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 17, S. 49, Fn. 34. Nur wenn *manufacturer* und *distributor* identisch sind, sei von einer Zielmarktbestimmung auszugehen.

generalisierende Zielmarktbestimmung die Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung in Bezug auf den einzelnen Endkunden ersetzen.⁴⁴ Ebenso wie der *manufacturer* hat auch der *distributor* in regelmäßigen Abständen seine Maßnahmen zur Produktüberwachung sowie die von ihm angebotenen Finanzinstrumente daraufhin zu überprüfen, ob sie ein potentiell Risiko für den festgelegten Zielmarkt beinhalten.⁴⁵

Die Compliance-Funktion soll in die Entwicklung und die periodische Überprüfung der Maßnahmen zur Produktüberwachung einbezogen werden, um das Risiko von Verstößen gegen die Zielmarktbestimmungen der MiFID II aufzudecken.⁴⁶ Ferner soll die Compliance-Funktion systematisch über die vertriebenen Produkte und Dienstleistungen in ihren Compliance-Berichten an die Geschäftsleitung berichten.⁴⁷

Um eine Brücke zwischen der MiFID I und der MiFID II zu schlagen, hat ESMA bereits im März 2014 eine an die nationalen Aufsichtsbehörden gerichtete Stellungnahme („*opinion*“) über den Umgang mit strukturierten Produkten für Privatanleger veröffentlicht.⁴⁸ Darin beschreibt ESMA aufsichtskonforme Praktiken bei der Emission und dem Vertrieb von *Structured Retail Products* (SRP), die sich teilweise mit den Vorschlägen im ESMA-Konsultationspapier MiFID II/MiFIR überschneiden, teilweise über sie hinausgehen.⁴⁹

Es bleibt abzuwarten, ob und inwieweit die Empfehlungen von ESMA aus ihrer Stellungnahme vom März 2014 noch Eingang in die Empfehlungen an die EU-Kommission finden werden. Spätestens auf Level 3 werden diese Vorgaben dann in Form von Leitlinien von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen umzusetzen sein. Der Umfang der von der Compliance-Funktion im Bereich der *Product Governance* zu bewältigenden Aufgaben wird sich also mutmaßlich noch über den Level 2 hinaus erweitern.

Die Umsetzung dieses in Deutschland völlig neuen *Product-Governance*-Prozesses wird die Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor erhebliche Herausforderungen stellen. Vermutlich werden die als *distributors* tätigen Institute auf bereits bestehende Kundensegmentierungen als eine Art „Zielmarkt“ aufsetzen können. Das Verfahren zur Ermittlung dieser Kundensegmente und der Zuordnung von einzelnen Produkten wird jedoch in den meisten Fällen erheblich weiterentwickelt werden müssen. ESMA weist der Compliance-Funktion hierbei – wie gesehen – eine zentrale Beratungs- und Überwachungsaufgabe zu. Diese Vorgabe könnte formal durch eine Erweiterung der Beteiligung der Compliance-Funktion an Prozessen in BT 1.2.4 MaComp umgesetzt werden. Diese neue Aufgabe in der Praxis mit Leben zu füllen, wird erheblicher Anstrengungen aller mit der Compliance-Funktion befassten Mitarbeiter, insbesondere des Compliance-Beauftragten persönlich, bedürfen.

V. Fazit

1. Als Teil der MiFID II unterliegen die neuen Anforderungen an Compliance einem komplexen europäischen Rechtsetzungsprozess, der nicht vor Ende 2015 abgeschlossen sein wird. Aufgrund von Vorarbeiten der ESMA lässt sich jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt relativ zuverlässig vorhersagen, dass sich bei einigen Punkten auf nationaler Ebene Änderungsbedarf ergeben wird.
2. Die BaFin hat durch die frühzeitige Umsetzung der ESMA-Guidelines vom August 2012 in den MaComp dafür gesorgt, dass sich aus der Umsetzung der MiFID II voraussichtlich nur ein geringfügiger Anpassungsbedarf an die Organisation der

Compliance-Funktion ergeben wird. Insoweit können die Institute der MiFID II gelassen entgegensehen.

3. Beim Umgang mit Interessenkonflikten werden sich die Compliance-Funktionen darauf einstellen müssen, dass die Offenlegung von Interessenkonflikten von der BaFin nur noch als *ultima ratio* anerkannt werden wird. Damit ist den vorgelagerten Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und der Gefährdung von Kundeninteressen noch mehr Beachtung zu schenken, als dies bislang schon der Fall war.
4. Schließlich wird der Compliance-Funktion ein umfangreicher neuer Aufgabenbereich zuwachsen, dessen Dynamik und Komplexität bislang nur schwer abschätzbar ist: das Produktgenehmigungsverfahren (*Product Governance*) im Zusammenspiel mit der Festlegung eines Zielmarktes für jedes vertriebene Finanzinstrument. Es ist damit zu rechnen, dass der Compliance-Funktion die Aufgabe zugewiesen werden wird, sich an diesem Prozess gestaltend zu beteiligen und die laufende Überwachung der in das Anlageprogramm aufgenommenen Produkte zu übernehmen. Dies könnte in vielen Instituten eine Ressourcenausweitung für die Compliance-Funktion notwendig machen. Hierauf sollten sich alle Beteiligten frühzeitig einstellen.

AUTOREN



Dr. Lars Röh, Rechtsanwalt, ist Partner der Anwaltssozietät *lindenpartners*, Berlin. Er berät Banken und Sparkassen zu wertpapieraufsichtsrechtlichen Fragen im Zusammenhang mit den Wohlverhaltens- und Compliancepflichten nach dem WpHG und zu depotrechtlichen Themen.



Dr. Frank Zingel, Rechtsanwalt, ist Partner der Anwaltssozietät *lindenpartners*, Berlin. Er berät Banken und Sparkassen u. a. bezüglich der regulatorischen Grundlagen für ihre Geschäftstätigkeit. Ein Schwerpunkt sind dabei die Verhaltens- und Organisationsanforderungen des Wertpapierhandelsgesetzes und die damit zusammenhängenden Compliance-Regeln.

44 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 17, S. 49 a. E. und Fn. 35.

45 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 20, S. 49.

46 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 22, S. 49.

47 ESMA, Consultation Paper (Fn. 10), Ziff. 2.7 Draft technical advice, Tz. 24, S. 50.

48 ESMA, Opinion – Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements, 27 March 2014 (ESMA/2014/332). Die Möglichkeit für ESMA, Stellungnahmen gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden abzugeben, ist in Art. 29 Abs. 1 der VO (EU) Nr. 1095/2010 vorgesehen.

49 S. zu der ESMA-Opinion *Renz*, Deutscher AnwaltSpiegel, Ausgabe 5, 12.3.2014, S. 12ff.