

Product Governance in der Vermögensverwaltung

Stand: Oktober 2017

Das größte Kopfzerbrechen bei der MiFID II-Umsetzung macht im Moment das Thema Product Governance. Die Themen Kostenoffenlegung und Zuwendungen bekommt man mit entsprechender IT-Ausstattung und der Hilfe über die Depotbank gut in den Griff, während das Thema Product Governance eine individuelle Anpassung der Prozesse in jedem Unternehmen erforderlich macht. Noch einmal zum Prinzip: Über Product Governance soll das sogenannte „Misselling“ von Finanzprodukten verhindert werden. Wertpapiere sollen nicht an den falschen Adressaten gelangen. Dazu sollen die Emittenten (in Product Governance Deutsch: „Manufacturer“) Zielmärkte für die jeweiligen Wertpapiere definieren und dann dafür Sorge tragen, dass die Vertreiber (Distributoren) die Wertpapiere auch an Anleger in diesen Zielmärkten vertreiben. Das klingt einfacher gesagt als getan. Leider viel zu spät hat sich die Branche erst zusammengefunden, um die entsprechenden Zielmärkte für Wertpapiere zu definieren. Es ist auch eine Herkules-Aufgabe, denn für alle zum Vertrieb zugelassenen Fonds, Aktien, Renten, Zertifikate, letztlich alle Wertpapiere, die an einem Primär- oder Sekundärmarkt erworben werden können, müssen solche Zielmärkte definiert werden. Damit aber nicht genug, die Emittenten sollen auch etwaige Kundengruppen bestimmen, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen oder Zielen das Produkt nicht vereinbar ist (negativer Zielmarkt). Ursprünglich war die ESMA sogar einmal der Auffassung, Emittenten und Vertreiber dürften nicht die gleichen Zielmärkte benutzen, sondern es müssten die Vertreiber eigene Zielmärkte auf Basis der Zielmärkte der Emittenten konkretisieren.

Den ursprünglichen Vorstellungen der ESMA, formuliert in einem Positionspapier vom Oktober letzten Jahres, ist die Branche mit über 100 Stellungnahmen entgegengetreten. Im Sommer diesen Jahres hat die ESMA dann einen entschärften Vorschlag vorgelegt, der auch für die Vermögensverwaltung praktische Lösungsansätze enthält (Guidelines der ESMA zu Product Governance vom 02.06.2017).

Die erste Erleichterung ist schon einmal, dass nicht auch der Vertrieb eigene Zielmärkte formulieren muss. Es bleibt aber leider dabei, auch ein Vermögensverwalter ist ein Vertreiber im Sinne von Product Governance. Daher müssen auch die Vermögensverwalter sich die Zielmärkte von Wertpapieren besorgen, die sie in die Vermögensverwaltung einbeziehen wollen. Dazu hat die ESMA gebilligt, für Standardprodukte auch Standardzielmärkte zu definieren. Z.B. könnte daher im DAX-Segment für alle DAX-Aktien der gleiche Zielmarkt verwendet werden. Diese Zielmärkte wird Ihnen die DAB zur Verfügung stellen und Sie können sie demnächst auf der B2B-Plattform abrufen. Ein eigenes Archiv bei Vermögensverwalter halte ich für nicht erforderlich, aus meiner Sicht ist es ausreichend, wenn Ihnen die Daten über die DAB zur Verfügung gestellt werden.

Erfreulicherweise verlangt die ESMA in der Vermögensverwaltung keinen Abgleich des Zielmarkts des jeweils geordneten Wertpapiers mit den einzelnen Kundenangaben im WpHG-Bogen. Sie gesteht ausdrücklich zu, dass in der Vermögensverwaltung der Portfoliogedanke gilt und der Finanzportfolioverwalter Produkte zur Diversifizierung und Absicherung einsetzen kann. Produkte können daher auch außerhalb des Zielmarktes verkauft werden, wenn das Portfolio als Ganzes für den Kunden geeignet ist. Der Vertreiber (Vermögensverwalter) sei nicht verpflichtet, einen Verkauf außerhalb des positiven Zielmarktes zu melden, wenn diese

Verkäufe zu Diversifizierungs- und Absicherungszwecken dienen und wenn diese Verkäufe (gemeint sind Kauf des Wertpapiers für das Kundenportfolio) mit Blick auf das Gesamtportfolio des Kunden noch geeignet seien.

Für den Vermögensverwalter sind daher die Verpflichtungen aus dem Product Governance-Regime erfüllt, d.h. er verkauft nicht außerhalb des positiven Zielmarkts, solange er dafür sorgt, dass ein Gesamtportfolio für den Kunden geeignet bleibt. Diese Aufgabe ist aber für den Finanzportfolioverwalter nichts Neues, weil er dazu schon seit MiFID I aufsichtsrechtlich verpflichtet ist und dies auch vertraglich gegenüber dem Kunden schuldet. In der Vermögensverwaltung wird nämlich die Geeignetheitsprüfung (altes Recht nach § 31 Abs. 4 WpHG) dadurch erreicht, dass mit dem Kunden konkrete Anlagerichtlinien vereinbart werden und anhand des WpHG-Bogens des Kunden geprüft wird, ob diese konkreten Anlagerichtlinien zu den Anlagezielen des Kunden passen, d.h. er mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die Risiken aus diesem Portfolio verstehen kann und er ausreichend finanzielle Verhältnisse aufweist, um die finanziellen Risiken aus diesen Anlagerichtlinien tragen zu können. Kann der Vermögensverwalter diese drei Fragen mit Ja beantworten, sind die Anlagerichtlinien für den Kunden geeignet und die Kunst besteht dann nur noch darin, das Portfolio im Rahmen dieser Anlagerichtlinien zu verwalten. Dann liegt stets ein geeignetes Portfolio für den Kunden vor.

Product Governance bedeutet daher eigentlich nichts wesentlich Neues. Da der Finanzportfolioverwalter schon aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben und seiner vertraglich vereinbarten Anlagerichtlinien für ein geeignetes Kundenportfolio sorgen muss, sollten ihm auch die Anforderungen aus Product Governance keine großen Probleme bereiten.

Das gilt auch für die Verpflichtung, die angebotene Wertpapierdienstleistung (und damit eine Vermögensverwaltung) dahingehend zu überprüfen, ob sie mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen eines bestimmten Zielmarktes vereinbar sind (Art. 10 Abs. 2 der Delegierten Richtlinie 2017/593 und § 12 Abs. 4 WpDVerOV-E). Der Wortlaut spricht zwar dafür, dass auch für die Dienstleistung der Vermögensverwaltung ein Zielmarkt bestimmt werden muss. Das ist aber kein Problem, weil über die oben erwähnten Anlagerichtlinien bereits ein Zielmarkt für den Kunden definiert ist. Es scheint mir daher am einfachsten, diese Anlagerichtlinien auch gleich als Zielmarkt zu verwenden. Damit das richtig funktioniert, sollten in die Anlagerichtlinien idealerweise auch die Zielmarktkriterien aus den Guidelines der ESMA eingearbeitet werden, nämlich Angaben, welche Kenntnisse und Erfahrungen der Kunde mitbringen sollte, welche Verlusttragfähigkeit er hat, welche Risikotoleranz er aufweisen sollte und welche besonderen Kundenziele durch das Portfolio verwirklicht werden sollen. Das wird in den allermeisten Anlagerichtlinien sowieso schon niedergelegt sein, aus meiner Sicht dürften sich daher die notwendigen Überarbeitungen in Grenzen halten.

Natürlich könnte man auch die Anlagerichtlinien belassen und könnte den bestehenden Anlagerichtlinien mit dem Kunden eine Art „Schattenzielmarkt“ zuweisen, über den man rein intern die von der ESMA aufgestellten Zielmarktkriterien dann mit den Angaben den Kunden aus dem WpHG-Bogen abgleicht. Dann müssten die bestehenden Verträge und die Anlagerichtlinien nicht angepasst werden.

Hält sich dann der Vermögensverwalter an diese Anlagerichtlinien, die auch gleichzeitig sein Zielmarkt sind, gilt der Portfoliogedanke und ein Verkauf außerhalb des Zielmarktes würde nur vorliegen, wenn das Gesamtportfolio nicht mehr für den Kunden geeignet wäre. Ein weiterer Set Up zur Umsetzung der Product Governance-Vorgaben wäre nicht notwendig und der Änderungsaufwand marginal.

Wir hoffen, die ESMA und die BaFin für diesen Lösungsweg gewinnen zu können. Gewissheit dafür gibt es leider erst, wenn die ersten Prüfberichte mit diesem Konzept von der BaFin abgesegnet wurden. Wahrscheinlich wird sich die BaFin nicht mehr vor Inkrafttreten der MiFID II zu einem solchen Konzept äußern. Bis dahin kann man aber mit gutem Gewissen mit einem solchen Konzept in die MiFID II-Welt eintreten.

Mit den besten Grüßen

Ihr
Dr. Christian Waigel
Rechtsanwalt