



European Securities and  
Markets Authority

# Leitlinien

zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II



## Inhaltsverzeichnis

I.	Anwendungsbereich .....	3
II.	Zweck .....	3
III.	Begriffsbestimmungen .....	4
IV.	Compliance- und Mitteilungspflichten.....	4
V.	Leitlinien zur Anwendung von Artikel 16 Absatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II .....	5
V.1.	Allgemeines .....	5
V.2.	Leitlinien für Konzepture .....	5
V.3.	Leitlinien für Vertreiber.....	9
V.4.	Leitlinien zu Themen, die sowohl für Konzepture als auch für Vertreiber relevant sind .	19

## I. Anwendungsbereich

### Wer?

1. Diese Leitlinien gelten für:

- Firmen, die einer der folgenden Anforderungen unterliegen:
  - i. Artikel 9 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU<sup>1</sup> (MiFID II);
  - ii. Artikel 16 Absatz 3 MiFID II;
  - iii. Artikel 24 Absatz 1 und Artikel 24 Absatz 2 MiFID II;
  - iv. Artikel 9 und 10 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission<sup>2</sup> (MiFID II Delegierte Richtlinie).
- die für die vorstehend genannten Firmen zuständigen Aufsichtsbehörden.

### Was?

2. Diese Leitlinien gelten für die Anforderungen, auf die in Ziffer 1 dieser Leitlinien verwiesen wird; insbesondere betreffen sie die Konzipierung und den Vertrieb von Anlageprodukten.

### Wann?

3. Diese Leitlinien gelten ab dem 3. Januar 2018.

## II. Zweck

4. Der Zweck dieser Leitlinien besteht darin, eine größere Klarheit hinsichtlich der in Ziffer 1 genannten Produktüberwachungspflichten von Firmen zu schaffen.

5. Die ESMA erwartet, dass diese Leitlinien eine stärkere Konvergenz bei der Umsetzung und Anwendung der Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II fördern. Durch die Einhaltung dieser Leitlinien beabsichtigt die ESMA, den Anlegerschutz zu verbessern. Anhang V enthält eine Reihe von anschaulichen Beispielen. Diese Beispiele sind nicht Teil der Leitlinien, sondern sollen den Firmen und zuständigen Behörden dabei helfen zu verstehen, wie die Leitlinien anzuwenden sind.

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

<sup>2</sup> Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Entrichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen (Abl. L 87 vom 31.3.2017, S. 500-517).

### III. Begriffsbestimmungen

6. Für die Zwecke dieser Leitlinien gelten die folgenden Begriffsbestimmungen:

- „Firmen“ sind Firmen, die den in Ziffer 1 dargelegten Anforderungen unterliegen, und umfassen Wertpapierfirmen (wie in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 1 der MiFID II definiert), einschließlich Kreditinstitute, wenn diese Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten erbringen (im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 2 der MiFID II), Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, wenn sie Kunden strukturierte Einlagen verkaufen oder sie dazu beraten, OGAW-Verwaltungsgesellschaften und externe Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMs) (wie in Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe a der AIFMD<sup>3</sup> definiert), wenn diese die Wertpapierdienstleistungen der individuellen Portfolioverwaltung oder Nebendienstleistungen erbringen (im Sinne von Artikel 6 Absatz 3 Buchstaben a und b der OGAW-Richtlinie<sup>4</sup> und Artikel 6 Absatz 4 Buchstaben a und b der AIFMD);
- „Anlageprodukt“ ist ein Finanzinstrument (im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 15 der MiFID II) oder eine strukturierte Einlage (im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 43 der MiFID II);
- „Konzepteur“ ist unter Berücksichtigung von Erwägungsgrund 15 und Artikel 9 Absatz 1 der MiFID II Delegierten Richtlinie eine Firma, die ein Anlageprodukt herstellt, einschließlich der Schaffung, Entwicklung, Begebung oder Gestaltung dieses Produktes sowie einschließlich der Beratung von Unternehmensemittenten zur Einführung eines neuen Produktes;
- „Vertreiber“ ist unter Berücksichtigung von Erwägungsgrund 15 und Artikel 10 Absatz 1 der MiFID II Delegierten Richtlinie eine Firma, die einem Kunden ein Anlageprodukt bzw. eine Wertpapierdienstleistung anbietet, empfiehlt oder verkauft.

### IV. Compliance- und Mitteilungspflichten

#### Status der Leitlinien

7. Dieses Dokument enthält Leitlinien, die gemäß Artikel 16 der ESMA-Verordnung herausgegeben werden. Im Einklang mit Artikel 16 Absatz 3 der ESMA-Verordnung unternehmen die zuständigen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer alle erforderlichen Anstrengungen, um diesen Leitlinien nachzukommen.

---

<sup>3</sup> Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1-73).

<sup>4</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32).

8. Zuständige Behörden, für die diese Leitlinien gelten, sollten diese einhalten, indem sie sie in ihre Aufsichtspraktiken integrieren, und zwar auch dann, wenn bestimmte Leitlinien in erster Linie an Finanzmarktteilnehmer gerichtet sind.

### **Mitteilungspflichten**

9. Die zuständigen Behörden, für die diese Leitlinien gelten, müssen die ESMA binnen zwei Monaten nach Veröffentlichung dieser Leitlinien in allen Amtssprachen der EU auf der Website der ESMA darüber unterrichten, ob sie den Leitlinien nachkommen oder nachzukommen beabsichtigen, und gegebenenfalls die Gründe für eine Nichteinhaltung nennen, wenn sie diesen nicht nachkommen oder nicht nachzukommen beabsichtigen.
10. Firmen sind nicht verpflichtet, der ESMA mitzuteilen, ob sie diesen Leitlinien nachkommen.

## **V. Leitlinien zur Anwendung von Artikel 16 Absatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II**

### **V.1. Allgemeines**

11. Diese Leitlinien sollten gemäß Artikel 9 Absatz 1 Unterabsatz 2 und Artikel 10 Absatz 1 Unterabsatz 1 der MiFID II Delegierten Richtlinie in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise angewandt werden, bei der die Natur des Anlageproduktes, die Wertpapierdienstleistung und der Zielmarkt des Produktes berücksichtigt werden.
12. Wenn eine Firma sowohl als Konzepteur als auch als Vertreiber von Anlageprodukten auftritt und solange die Firma alle anwendbaren Konzepteur- und Vertreiberpflichten erfüllt, sind die nachfolgend dargelegten Leitlinien relevant.

### **V.2. Leitlinien für Konzepture**

#### **Identifizierung des potenziellen Zielmarktes durch den Konzepteur: zu berücksichtigende Kategorien**

13. Die Identifizierung des potenziellen Zielmarktes durch Konzepture sollte nicht ausschließlich auf der Grundlage von quantitativen Kriterien erfolgen, sondern sich ebenso auf ausreichende qualitative Überlegungen stützen. Insbesondere für Dienstleistungen für das Massengeschäft kann eine Automatisierung von Abläufen erforderlich sein. Diese Automatisierung beruht in der Regel auf Formeln oder algorithmischen Methoden, die quantitative Kriterien für Produkte und Kunden verarbeiten. Solches Zahlenmaterial wird in der Regel von Scoring-Systemen generiert (zum Beispiel durch die Verwendung von Produkteigenschaften wie die Volatilität von Finanzinstrumenten, Ratings von Emittenten usw. oder durch „Umwandlung“ von Sachdaten in Zahlendaten). Bei der Zielmarktidentifizierung sollten Firmen sich nicht nur auf solche quantitativen Kriterien verlassen, sondern diese hinreichend gegen qualitative Überlegungen abwägen.

14. Als Grundlage für die Zielmarktidentifizierung für ihre Anlageprodukte sollten Konzepture die in diesen Leitlinien enthaltene Liste mit Kategorien heranziehen. Die Liste mit den Kategorien ist kumulativ: Jeder Konzepteur sollte bei der Beurteilung des Zielmarktes jede der Kategorien heranziehen. Dabei sollte ein Konzepteur für ein bestimmtes Produkt die Relevanz jeder Kategorie analysieren und dann die Detailtiefe der Identifizierung im Verhältnis zum Typ, zur Natur und zu anderen Eigenschaften des Produktes anpassen (vgl. Ziffer 18-24 dieser Leitlinien).
15. Bei der Detaillierung/Beschreibung der einzelnen Kategorien sollten Konzepture die Beziehung der Kategorien untereinander berücksichtigen, da alle gemeinsam zur Festlegung des Zielmarktes für ein bestimmtes Produkt beitragen.
16. Konzepture sollten sämtliche der fünf unten genannten Kategorien berücksichtigen. Wenn diese fünf Kategorien nach Ansicht des Konzepteurs zu restriktiv sind, um einen sinnvollen Zielmarkt zu identifizieren, können zusätzliche Kategorien hinzugefügt werden. Bei der Entscheidung, ob solche zusätzlichen Kategorien verwendet werden sollen oder nicht, können Konzepture die Charakteristika der Informationskanäle mit den Vertreibern heranziehen. Um zum Beispiel den Informationsaustausch mit den Vertreibern zu verbessern und eine offene Architektur zu fördern, können Konzepture die Verwendung zusätzlicher Kategorien auf die Fälle beschränken, in denen solche Kategorien entscheidend sind, um einen sinnvollen Zielmarkt für das Produkt zu bestimmen.
17. Konzepture müssen einen potenziellen Zielmarkt identifizieren.<sup>5</sup> Da sie in der Regel keinen direkten Kundenkontakt haben, bedeutet dies, dass ihre Zielmarktidentifizierung unter anderem auf ihrem theoretischen Wissen und ihren Erfahrungen mit dem Produkt beruhen kann.
18. Konzepture sollten die folgende Liste mit fünf Kategorien verwenden:
  - a) Der Kundentyp, auf den das Produkt abzielt: Die Firma sollte festlegen, an welchen Kundentyp sich das Produkt richtet. Bei dieser Angabe sollte gemäß der MiFID-II-Kundenkategorisierung aus „Kleinanleger“, „professioneller Kunde“ und/oder „geeignete Gegenpartei“ gewählt werden.
  - b) Kenntnisse und Erfahrungen: Die Firma sollte die Kenntnisse konkretisieren, welche die Zielkunden über Elemente wie relevanter Produkttyp, Produkteigenschaften und/oder Kenntnisse auf thematisch verwandten Gebieten, die hilfreich sind, um das Produkt besser zu verstehen, haben sollten. Für strukturierte Produkte mit komplizierten Renditeprofilen könnten Firmen zum Beispiel festlegen, dass Zielkunden über Kenntnisse in Bezug auf die Funktionsweise und die wahrscheinlichen Ergebnisse des Produktes verfügen sollten. Im Hinblick auf die Erfahrung könnte die Firma ausführen, wie viel praktische Erfahrung Zielkunden mit Faktoren wie relevanter Produkttyp, relevante Produkteigenschaften und/oder Erfahrung auf thematisch

---

<sup>5</sup> Siehe Artikel 9 Absatz 9 der MiFID Delegierten Richtlinie.

verwandten Gebieten haben sollten. So könnte die Firma beispielsweise einen Zeitraum angeben, in dem Kunden auf den Finanzmärkten bereits aktiv sein sollten. Kenntnisse und Erfahrungen können in einigen Fällen voneinander abhängig sein (d. h. ein Anleger mit begrenzter oder ohne Erfahrung könnte ein zulässiger Zielkunde sein, wenn er seine fehlende Erfahrung durch umfangreiche Kenntnisse ausgleichen kann).

- c) Finanzielle Situation, insbesondere im Hinblick auf die Fähigkeit, Verluste zu tragen: Die Firma sollte den Anteil der Verluste angeben, den Zielkunden finanziell zu tragen imstande und zu tragen gewillt sind (zum Beispiel von geringfügigen Verlusten bis zum Gesamtverlust), und ob es zusätzliche Zahlungsverpflichtungen gibt, welche die Anlagesumme überschreiten könnten (zum Beispiel Margenausgleich). Dies könnte auch als maximaler Anteil des Anlagevermögens ausgedrückt werden, der investiert werden sollte.
- d) Risikotoleranz und Kompatibilität des Risiko-Ertrags-Profiles des Produktes mit dem Zielmarkt: Die Firma sollte die generelle Einstellung festlegen, die Zielkunden in Bezug auf Investitionsrisiken haben sollten. Grundlegende Risikoeinstellungen sollten kategorisiert (zum Beispiel „risikoorientiert oder spekulativ“, „ausgewogen“, „konservativ“) und klar beschrieben werden. Da unterschiedliche Firmen in der Vertriebskette unterschiedliche Ansätze zur Definition von Risiken verfolgen können, sollte die Firma explizit über die Kriterien, die erfüllt sein müssen, um einen Kunden auf diese Weise zu kategorisieren, informieren. Zur Erfüllung dieser Anforderung sollten Firmen, soweit anwendbar, den von der PRIIPs-Verordnung oder der OGAW-Richtlinie festgelegten Risikoindikator verwenden.
- e) Ziele und Bedürfnisse des Kunden: Die Firma sollte die Anlageziele und -bedürfnisse der Zielkunden festlegen, die ein Produkt zu erfüllen hat, einschließlich der breiteren finanziellen Ziele der Zielkunden oder der Gesamtstrategie, die sie bei der Investition verfolgen. Beispielsweise könnte auf den erwarteten Anlagehorizont verwiesen werden (empfohlene Haltedauer). Diese Ziele können „näher bestimmt“ werden, indem bestimmte Aspekte der Investition und Erwartungen von Zielkunden angegeben werden. Die Ziele und Bedürfnisse des einzelnen Kunden, die ein Produkt erfüllen soll, können zwischen spezifisch und eher allgemein variieren. Zum Beispiel kann ein Produkt konzipiert werden, um die Bedürfnisse einer bestimmten Altersklasse zu erfüllen oder um einen Steuervorteil zu erzielen, der im Land des Steuersitzes des Kunden erzielt werden kann, oder das Produkt könnte spezielle Produktmerkmale aufweisen, die der Erfüllung spezifischer Anlageziele wie „Währungsabsicherung“, „grüne Investition“, „ethische Investition“ usw. dienen.

19. Je nach den Eigenschaften des konzipierten Produktes kann die Beschreibung einer oder mehrerer der vorstehend genannten Kategorien zur Identifizierung einer weiter gefassten Gruppe von Zielkunden führen, die eine enger gefasste Gruppe mit einschließt. Wenn zum Beispiel ein Produkt als geeignet für Kunden mit allgemeinen einschlägigen Kenntnissen und Erfahrungen gilt, dann eignet es sich ganz offensichtlich auch für ein höheres Maß an Kenntnissen und Erfahrungen.

20. Um das Risiko von Fehlinterpretationen und Missverständnissen auszuschließen, sollten Konzepture die Konzepte und Terminologien, die sie bei der Festlegung des Zielmarktes über die fünf oben genannten Kategorien hinweg verwenden, klar definieren.

### **Identifizierung des potenziellen Zielmarktes: Differenzierung nach der Natur des konzipierten Produktes**

21. Die Identifizierung des potenziellen Zielmarktes sollte in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise erfolgen, bei der die Natur des Anlageproduktes berücksichtigt wird. Das bedeutet, dass bei der Zielmarktidentifizierung die Eigenschaften des Produktes Berücksichtigung finden sollten, also seine Komplexität (einschließlich Kosten- und Abgabenstruktur), sein Risiko-Ertrags-Profil oder die Liquidität oder sein innovativer Charakter.

22. Folglich sollte der Zielmarkt für kompliziertere Produkte, zum Beispiel strukturierte Produkte mit kompliziertem Renditeprofil, im Detail herausgearbeitet werden. Bei einfacheren, gebräuchlicheren Produkten ist es wahrscheinlich, dass der Zielmarkt weniger detailliert festgelegt wird<sup>6</sup>:

- Für manche Arten von Anlageprodukten kann der Konzepteur die vorstehend genannten Zielmarktkategorien, auf die in Ziffer 18 verwiesen wird, mit einem gemeinsamen Prozess für Finanzinstrumente des gleichen Typs mit hinreichend vergleichbaren Produktmerkmalen festlegen (zum Beispiel aufgrund eines externen Benchmarks oder weil sie zu einem Börsensegment mit bestimmten Anforderungen gehören).
- Je nach Anlageprodukt kann die Beschreibung einer oder mehrerer der vorstehend erwähnten Kategorien allgemeiner ausfallen. Je einfacher ein Produkt ist, desto weniger detailreich kann eine Kategorie sein.

23. In allen Fällen muss jedoch der Zielmarkt auf einer ausreichend granularen Ebene festgelegt werden, um die Erfassung von Anlegergruppen zu vermeiden, für deren Bedürfnisse, Merkmale und Ziele das Produkt nicht geeignet ist.

24. Bei individuellen oder maßgeschneiderten Produkten ist der Zielmarkt des Produktes in der Regel jener Kunde, der das Produkt geordert hat, es sei denn, der Vertrieb des Produktes an andere Kunden ist ebenfalls vorgesehen.

### **Verbindung zwischen der Vertriebsstrategie des Konzepteurs und seiner Definition des Zielmarktes**

25. Gemäß Artikel 16 Absatz 3 der MiFID II muss der Konzepteur sicherstellen, dass die von ihm intendierte Vertriebsstrategie in Einklang mit dem identifizierten Zielmarkt steht. Des Weiteren muss gemäß Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II der Konzepteur geeignete

---

<sup>6</sup> Siehe Erwägungsgrund 19 der MiFID II Delegierten Richtlinie.



Maßnahmen ergreifen um zu gewährleisten, dass das Finanzprodukt an den identifizierten Zielmarkt vertrieben wird. Der Konzepteur sollte seine Vertriebsstrategie so festlegen, dass diese Strategie den Verkauf eines jeden Produktes an den Zielmarkt dieses Produktes begünstigt. Hierzu gehört auch, dass der Konzepteur bei der Auswahl der Vertrieber für seine Produkte alle erforderlichen Anstrengungen unternehmen muss, um Vertrieber auszuwählen, deren Kunden und Dienstleistungen ihrer Art nach mit dem Zielmarkt des Produktes kompatibel sind.

26. Bei der Festlegung der Vertriebsstrategie sollte ein Konzepteur den Umfang der Kundeninformationen festlegen, die der Vertrieber benötigt, um den Zielmarkt für sein Produkt ordnungsgemäß identifizieren zu können. Der Konzepteur sollte daher die Art der Wertpapierdienstleistung vorschlagen, über die die Zielkunden das Finanzinstrument erwerben sollten oder könnten. Wird das Produkt als geeignet für einen beratungsfreien Verkauf erachtet, könnte der Konzepteur auch den bevorzugten Erwerbkanal angeben.

### **V.3. Leitlinien für Vertrieber**

#### **Zeitlicher Zusammenhang und Verhältnis der Zielmarktbestimmung des Vertriebers mit anderen Produktüberwachungsprozessen**

27. Die Zielmarktidentifizierung des Vertriebers (d. h. der „tatsächliche“ Zielmarkt für das Produkt) sollte als Teil des allgemeinen Entscheidungsfindungsprozesses über die Palette an Dienstleistungen und Produkten, die der Vertrieber anbieten wird, durchgeführt werden. Die eigentliche Zielmarktidentifizierung sollte deshalb in einer frühen Phase stattfinden, in der die Geschäftspolitik und Vertriebsstrategien der Firma vom Leitungsorgan festgelegt werden, und zwar auf *ex-ante*-Basis (d. h. vor der Übernahme ins tägliche Geschäft).
28. Insbesondere sollten Vertrieber Verantwortung dafür übernehmen, dass von Anfang an sichergestellt wird, dass die Produkte, die angeboten werden, und die damit verbundenen Dienstleistungen, die erbracht werden, generell im Einklang mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen der Zielkunden stehen.
29. Der Entscheidungsfindungsprozess über die Dienstleistungs- und Produktwelt in Kombination mit dem Prozess der Zielmarktidentifizierung sollte die Art, in der die Firma ihr tägliches Geschäft ausführt, direkt beeinflussen, denn die Entscheidungen des Leitungsorgans werden im Einklang mit der Entscheidungskette und -hierarchie der Firma umgesetzt. Zusammen haben diese Prozesse direkte Auswirkungen auf die Kompatibilität der angebotenen Produkte und Dienstleistungen und werden alle anderen relevanten, mit den angebotenen Dienstleistungen verbundenen Prozesse beeinflussen, insbesondere die Festlegung von Budgetplanungszielen und Mitarbeitervergütungsrichtlinien.
30. Firmen sollten sich vor allem auf die Wertpapierdienstleistungen konzentrieren, über die die Produkte auf ihren jeweiligen Zielmärkten angeboten werden. In diesem Kontext erwartet die ESMA, dass die Natur der Produkte angemessen berücksichtigt wird, wobei besonderes Augenmerk auf diejenigen Produkte zu legen ist, die durch besondere Komplexität/Risiken oder andere relevante Merkmale gekennzeichnet sind (zum Beispiel

Illiquidität und Innovation).<sup>7</sup> Wenn einem Vertreter beispielsweise zu einigen Kunden detaillierte Informationen vorliegen (zum Beispiel, weil zu ihnen aufgrund der Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen eine Geschäftsbeziehung besteht), könnte er beschließen, dass dem Interesse dieser Kundengruppe angesichts des speziellen Risiko-Ertrags-Profiles eines Produktes am besten gedient wäre, wenn reine Ausführungsdienstleistungen für sie ausgeschlossen wären. Oder der Vertreter könnte entscheiden, dass einige nichtkomplexe Produkte, die potenziell im Rahmen reiner Ausführungsgeschäfte angeboten werden könnten, nur bei Erfüllung der Angemessenheits- und Geeignetheitsanforderungen angeboten werden, damit den Kunden ein höheres Schutzniveau geboten werden kann.

31. Insbesondere sollten Vertreter entscheiden, welche Produkte (auch bei der Erbringung von Portfolioverwaltungsleistungen) empfohlen oder angeboten oder aktiv an bestimmte Kundengruppen (die durch gemeinsame Merkmale in Bezug auf Kenntnisse, Erfahrung, finanzielle Situation usw. gekennzeichnet sind) vermarktet werden sollen. Vertreter sollten ebenfalls entscheiden, welche Produkte (Bestands- oder potenziellen) Kunden auf ihre eigene Initiative hin durch Ausführungsdienstleistungen ohne aktives Marketing zugänglich gemacht werden, da in solchen Situationen der Umfang an verfügbaren Kundeninformationen sehr eingeschränkt sein kann.
32. Sollte der Vertreter, auf der Grundlage aller Informationen und Daten, über die er verfügt oder die durch Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen oder andere Quellen zusammengetragen wurden, einschließlich der Informationen von Konzeptgebern, feststellen, dass ein bestimmtes Produkt niemals mit den Bedürfnissen und Merkmalen seiner Bestands- oder potenziellen Neukunden kompatibel sein wird, sollte er in jedem Fall davon absehen, dieses Produkt in seine Produktpalette aufzunehmen (d. h. das Produkt, an wen und durch die Erbringung welcher Wertpapierdienstleistungen).

### **Verhältnis der Produktüberwachungsanforderungen zur Beurteilung der Geeignetheit oder Angemessenheit**

33. Die Pflicht des Vertreibers, den tatsächlichen Zielmarkt zu identifizieren und zu gewährleisten, dass ein Produkt im Einklang mit dem tatsächlichen Zielmarkt vertrieben wird, kann nicht durch eine Beurteilung der Geeignetheit und Angemessenheit ersetzt werden, sondern muss zusätzlich zu und vor einer solchen Beurteilung erfüllt werden. Konkret sollte durch die Identifizierung des Zielmarktes und der damit verbundenen Vertriebsstrategie für ein bestimmtes Produkt sichergestellt werden, dass der Kundentyp das Produkt erhält, für dessen Bedürfnisse, Merkmale und Ziele es konzipiert wurde,

---

<sup>7</sup> Dies entspricht dem Erwägungsgrund 18 der MiFID II Delegierten Richtlinie, welcher klarstellt: „Angesichts der Anforderungen der Richtlinie 2014/65/EU und im Interesse des Anlegerschutzes sollten die Produktüberwachungsvorschriften für alle auf den Primär- und Sekundärmärkten verkauften Produkte gelten, unabhängig davon, welche Art von Produkt oder Dienstleistung verkauft wird und welche Anforderungen an der Verkaufsstelle gelten. Allerdings können diese Vorschriften je nach Komplexität des Produkts und Grad der öffentlichen Verfügbarkeit von Informationen nach dem Verhältnismäßigkeitsprinzip angewandt werden, wobei die Art des Instruments, der Wertpapierdienstleistung und des Zielmarkts zu berücksichtigen ist. Verhältnismäßigkeit bedeutet, dass diese Vorschriften für bestimmte einfache Produkte, die als reines Ausführungsgeschäft vertrieben werden, relativ einfach sein könnten, sofern diese Produkte mit den Bedürfnissen und Merkmalen des Massenmarkts vereinbar wären.“

anstatt eine andere Kundengruppe, mit der das Produkt möglicherweise nicht kompatibel ist.

### **Identifizierung des Zielmarktes durch den Vertreiber: zu berücksichtigende Kategorien**

34. Als Grundlage für die Bestimmung des Zielmarktes für ihre Produkte sollten Vertreiber die gleiche Liste mit Kategorien heranziehen, die auch von den Konzepturen verwendet wird (siehe Ziffer 18). Vertreiber sollten den Zielmarkt jedoch auf einer konkreteren Ebene bestimmen und dabei den Kundentyp, für den sie Wertpapierdienstleistungen erbringen, die Natur der Anlageprodukte und die Art der Wertpapierdienstleistungen, die sie erbringen, berücksichtigen.
35. Da der Konzepteur den potenziellen Zielmarkt auf Grundlage seiner theoretischen Kenntnisse und Erfahrungen mit einem vergleichbaren Produkt angeben muss, bestimmt er den Zielmarkt des Produktes ohne spezielles Wissen über den einzelnen Kunden. Bei seiner Einschätzung beurteilt der Konzepteur aus einem allgemeineren Blickwinkel, inwieweit die Merkmale/Natur eines Produktes für bestimmte Anlegertypen geeignet wäre(n), ausgehend von ihrer Kenntnis der Finanzmärkte und ihren bisherigen Erfahrungen mit ähnlichen Produkten. In diesem Sinne wird auf einer eher abstrakten Ebene eine Reihe von Grenzlinien eingeführt.
36. Der Vertreiber hingegen muss den tatsächlichen Zielmarkt festlegen und dabei die vom Konzepteur gesetzten Grenzen des potenziellen Zielmarktes berücksichtigen. Vertreiber sollten bei der Bestimmung ihres Zielmarktes auf ihre Informationen und ihr Wissen über ihren Kundenstamm und auf die Informationen, die sie ggf. vom Konzepteur erhalten, zurückgreifen, oder auf Informationen, die sie selbst mittels Sekundärforschung eingeholt haben (insbesondere, wenn es sich beim Vertreiber um eine neue Firma handelt, die noch nicht über genügend konkrete Informationen über ihre eigenen Kunden verfügt). Vertreiber sollten die eher allgemeine Zielmarktbestimmung des Konzepteurs zusammen mit vorhandenen Informationen über ihre Kunden oder potenziellen Neukunden verwenden, um ihren eigenen Zielmarkt für ein Produkt zu identifizieren, also die Kundengruppe, der sie das Produkt im Rahmen ihrer Dienstleistungen anbieten werden.
37. Zu diesem Zweck sollten Vertreiber eine sorgfältige Analyse der Eigenschaften ihres Kundenstamms durchführen, d. h. Bestandskunden und potenziellen Neukunden (zum Beispiel kann ein Vertreiber Kunden mit Bankeinlagen haben, denen er Wertpapierdienstleistungen anbieten möchte). Vertreiber sollten alle Informationen und Daten verwenden, die für diesen Zweck als zweckdienlich erscheinen und verfügbar sind und die auf Basis von bereits erbrachten Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erlangt wurden. Darüber hinaus könnten sie alle Informationen und Daten verwenden, als zweckdienlich erscheinen und verfügbar sind und aus anderen Quellen als durch die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erlangt wurden.
38. Der Vertreiber sollte bei der Konkretisierung des Zielmarktes des Konzepteurs nicht von den darin getroffenen grundlegenden Entscheidungen abweichen. Vertreiber dürfen sich

jedoch nicht nur auf den Zielmarkt des Konzepteurs verlassen, ohne dabei zu überlegen, wie der vom Konzepteur festgelegte Zielmarkt zu ihrem Kundenstamm passen würde. Zu diesem Zweck sollten Vertrieber einen eigenen Prozess einführen und aufrechterhalten, der in jedem Fall durchzuführen ist. Dieser Prozess unterliegt dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, d. h. die Überprüfung und – sofern notwendig – die Verfeinerung des Zielmarktes des Konzepteurs sollte bei komplexeren Produkten intensiver sein und kann bei einfacheren, gebräuchlicheren Produkten weniger intensiv ausfallen. Kommt der Vertrieber im Rahmen des Prozesses zu dem Ergebnis, dass der Zielmarkt des Konzepteurs nicht verfeinert werden muss, kann er dessen Zielmarkt unverändert übernehmen.

39. In der Regel erfolgt die Zielmarktbestimmung des Vertriebers nachdem der Konzepteur ihm seinen Zielmarkt mitgeteilt hat. Es ist jedoch möglich, dass Konzepteur und Vertrieber sowohl den Zielmarkt des Konzepteurs als auch den Zielmarkt des Vertriebers gleichzeitig festlegen und ggf. auch die Überprüfung und Verfeinerung gleichzeitig durchführen. Dies könnte beispielsweise der Fall sein, wenn der Konzepteur und der Vertrieber für die Produkte, die ihrer Geschäftsbeziehung zugrunde liegen, gemeinsam einen Zielmarktstandard entwickeln. Sowohl der Konzepteur als auch der Vertrieber tragen weiterhin die Verantwortung für ihre Verpflichtung zur Identifizierung eines Zielmarktes, wie sie in der MiFID II und MiFID II Delegierten Richtlinie und darüber hinaus in diesen Leitlinien beschrieben ist. Der Konzepteur muss dennoch angemessene Schritte unternehmen, um sicherzustellen, dass die Produkte an den identifizierten Zielmarkt vertrieben werden. Der Vertrieber muss sicherstellen, dass die Produkte nur dann angeboten oder empfohlen werden, wenn dies im Interesse des Kunden ist.
40. Bei der Definition ihrer Produktpalette sollten Vertrieber besonderes Augenmerk auf Situationen legen, in denen sie möglicherweise keine sorgfältige Zielmarktbestimmung nach der Art der erbrachten Dienstleistungen durchführen können (insbesondere Ausführungsdienstleistungen im Rahmen der Angemessenheitsprüfung oder bei reinen Ausführungsgeschäften). Besonders wichtig ist dies bei Produkten, die durch Komplexitäts-/Risikomerkmale (oder andere relevante Merkmale wie zum Beispiel Illiquidität oder Innovation) gekennzeichnet sind, sowie in Situationen, in denen wesentliche Interessenkonflikte bestehen könnten (wie beispielsweise bei Produkten, die von der Firma selbst oder anderen Unternehmen innerhalb der Gruppe begeben werden). Unter solchen Umständen ist es äußerst wichtig, dass Vertrieber alle vom Konzepteur des Produktes bereitgestellten relevanten Informationen ausreichend berücksichtigen, sowohl in Hinblick auf den Zielmarkt als auch auf die Vertriebsstrategie.

#### **Identifizierung des Zielmarktes: Differenzierung nach der Natur des zu vertreibenden Produktes**

41. Die Identifizierung des Zielmarktes durch den Vertrieber sollte ebenfalls in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise geschehen, bei der die Natur des Anlageproduktes und die Darlegungen in Ziffer 21 bis 24 berücksichtigt werden.

42. Hat der Konzepteur einen Zielmarkt für einfachere, gebräuchlichere Produkte identifiziert, muss die Zielmarktbestimmung des Vertreibers nicht notwendigerweise zu einer Verfeinerung des Zielmarktes des Konzepteurs führen.

### **Identifizierung und Beurteilung des Zielmarktes durch den Vertreter: Zusammenspiel mit Wertpapierdienstleistungen**

43. Wie vorstehend erwähnt, müssen Vertreter die Umstände und Bedürfnisse der Kundengruppen, denen sie ein Produkt tatsächlich anbieten oder empfehlen werden, identifizieren und beurteilen, damit die Kompatibilität zwischen diesem Produkt und den jeweiligen Zielkunden gewährleistet ist. Diese Verpflichtung sollte in einer verhältnismäßigen Weise gelten, bei der nicht nur die Natur des Produktes (siehe Ziffer 41 oben), sondern auch die Art der Wertpapierdienstleistungen, die Firmen erbringen, berücksichtigt werden.
44. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass einerseits die *Ex-ante*-Bestimmung des tatsächlichen Zielmarktes von den angebotenen Dienstleistungen beeinflusst wird, da sie je nach Umfang der verfügbaren Kundeninformationen mehr oder weniger sorgfältig durchgeführt werden kann, was wiederum von der Art der angebotenen Dienstleistungen und der Beachtung der mit ihrer Erbringung verbundenen Verhaltensregeln abhängig ist (besonders Anlageberatung und Portfolioverwaltung ermöglichen im Vergleich zu den anderen Dienstleistungen die Beschaffung einer breiteren Palette an Kundeninformationen). Andererseits beeinflusst die Zielmarktbestimmung die Entscheidung über die Art der Dienstleistungen, die angeboten werden, in Bezug auf die Natur des Produktes und die Umstände und Bedürfnisse der identifizierten Zielkunden, wenn man bedenkt, dass der Umfang des Anlegerschutzes für die unterschiedlichen Wertpapierdienstleistungen je nach den Regelungen, die in der Verkaufsstelle gelten, variiert. Insbesondere bei Anlageberatungs- und Portfolioverwaltungsdienstleistungen ist ein höheres Maß an Anlegerschutz möglich als bei anderen Dienstleistungen, die im Rahmen der Angemessenheitsregelung oder als reine Ausführungsgeschäfte erbracht werden.
45. Es wird deshalb davon ausgegangen, dass Vertreter bei der Bestimmung ihrer Produktpalette besonderes Augenmerk auf Situationen legen, in denen sie unter Umständen keine sorgfältige Zielmarktbestimmung basierend auf der Art der von ihnen erbrachten Dienstleistungen durchführen können. Vor allem dann, wenn Vertreter nur Ausführungsdienstleistungen zusammen mit einer Angemessenheitsprüfung erbringen (zum Beispiel über eine Brokerage-Plattform), sollten sie bedenken, dass sie in der Regel nur eine Beurteilung des tatsächlichen Zielmarktes durchführen können, die lediglich auf die Kategorien Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden beschränkt ist (siehe Ziffer 18(b)). Wenn diese Vertreter ausschließlich Ausführungsdienstleistungen im Rahmen reiner Ausführungsgeschäfte erbringen, ist in der Regel nicht einmal die Beurteilung von

Kenntnissen und Erfahrungen der Kunden möglich<sup>8</sup>. Vor diesem Hintergrund sollten Firmen besonderes Augenmerk auf die vom Konzepteur vorgeschlagene Vertriebsstrategie legen (siehe Ziffer 26, 49 bis 51).

46. Besonders relevant ist dies bei Produkten, die durch Komplexitäts-/Risikomerkmale (oder andere relevante Merkmale wie zum Beispiel Innovationsgehalt) gekennzeichnet sind, sowie in Situationen, in denen wesentliche Interessenkonflikte bestehen könnten (wie beispielsweise bei Produkten, die von Unternehmen innerhalb der Gruppe ausgegeben werden, oder wenn Vertreiber Anreize von Dritten erhalten), wobei ebenfalls der eingeschränkte Umfang des Schutzes für den Kunden beim Verkauf im Falle der Angemessenheitsprüfung (bzw. überhaupt kein Schutz im Falle reiner Ausführungsgeschäfte) bedacht werden muss. Unter solchen Umständen ist es äußerst wichtig, dass Vertreiber alle vom Konzepteur des Produktes bereitgestellten relevanten Informationen ausreichend berücksichtigen, sowohl in Hinblick auf den potenziellen Zielmarkt als auch auf die Vertriebsstrategie. Wo zum Beispiel der Zielmarkt des Konzepteurs ein Produkt mit besonderen Merkmalen beschreibt, das nicht nur detaillierte Kenntnisse und Erfahrungen seitens des Kunden erfordert, sondern auch eine spezifische finanzielle Situation sowie besondere Ziele/Bedürfnisse, kann der Vertreiber sich für eine zurückhaltende Herangehensweise entscheiden, indem er dieses Produkt nicht in seine Produktpalette aufnimmt (selbst dann nicht, wenn die Firma eigentlich in der Lage wäre, die Kompatibilität dieses Produktes mit ihrem Kundenstamm im Hinblick auf Kenntnisse und Erfahrungen auf *ex-ante*-Basis zu bewerten).
47. Außerdem können Vertreiber vor dem Hintergrund, dass der Schutz des Kunden abnimmt, wenn die verfügbaren Informationen nicht ausreichen, um eine umfassende Zielmarktbeurteilung zu gewährleisten, auch beschließen, Kunden auf einer beratungsfreien Grundlage agieren zu lassen, nachdem die Kunden darüber belehrt wurden, dass die Firma nicht in der Lage ist, ihre uneingeschränkte Kompatibilität mit solchen Produkten zu bewerten.
48. Umgekehrt gilt, dass stets eine sorgfältige Zielmarktbeurteilung durchgeführt werden muss, wenn Vertreiber beabsichtigen, Kunden oder potenzielle Neukunden in irgendeiner Weise anzusprechen, um ihnen ein Produkt zu empfehlen oder dieses aktiv an sie zu vermarkten, oder wenn sie dieses Produkt für die Erbringung von Portfolioverwaltungsdienstleistungen in Erwägung ziehen.

### **Vertriebsstrategie des Vertreibers**

49. Der Vertreiber sollte die vom Konzepteur identifizierte Vertriebsstrategie berücksichtigen und sie mit einem kritischen Auge überprüfen. Letztlich sollte der Vertreiber jedoch seine

---

<sup>8</sup> Wie bereits weiter oben erläutert wurde (siehe Ziffer 36), könnten Vertreiber bei der Bestimmung des Zielmarktes zusätzlich zu den Informationen, die durch Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen zusammengetragen wurden, alle weiteren Informationen und Daten verwenden, die vernünftigerweise als zweckdienlich erscheinen und ihnen eventuell zur Verfügung stehen und aus anderen Quellen zusammengetragen wurden. Deshalb könnten sogar Firmen, die ausschließlich Wertpapierdienstleistungen im Rahmen der Angemessenheitsprüfung oder von reinen Ausführungsgeschäften erbringen, in der Lage sein, eine sorgfältigere Beurteilung des Zielmarktes durchzuführen.



eigene Vertriebsstrategie vor dem Hintergrund der Informationen über seinen Kundenstamm und die Art der zu erbringenden Dienstleistungen festlegen. Dies gilt auch dann, wenn ein Konzepteur ein Unternehmen ist, das nicht der MiFID II unterliegt und deshalb nicht verpflichtet ist, eine Vertriebsstrategie zu identifizieren.

50. Insbesondere könnte der Vertreter während der Prüfung der vom Konzepteur vorgeschlagenen Vertriebsstrategie beschließen, eine zurückhaltendere Herangehensweise zu verfolgen, indem er Wertpapierdienstleistungen erbringt, die einen höheren Anlegerschutz erfordern, zum Beispiel Anlageberatung. Wenn der Konzepteur beispielsweise der Meinung ist, dass die Merkmale eines bestimmten Produktes mit einer Vertriebsstrategie in Form von beratungsfreien Dienstleistungen kompatibel sind, kann der Vertreter trotzdem entscheiden, dass die Eigenschaften seiner Bestands- oder potenziellen Neukunden (zum Beispiel sehr begrenzte Kenntnisse und keine Erfahrungen mit Investitionen in Produkte dieser Art, instabile finanzielle Situation und sehr kurzfristige Ziele) so gelagert sind, dass eine Anlageberatung die beste Wahl ist, um ihre Interessen bestmöglich zu schützen.
51. Umgekehrt gilt, dass sich der Vertreter unter bestimmten Umständen auch für eine weniger zurückhaltende Herangehensweise in Verbindung mit der vom Konzepteur festgelegten Vertriebsstrategie entscheiden könnte. Wenn der Konzepteur beispielsweise der Ansicht ist, dass ein bestimmtes Produkt aufgrund seiner spezifischen Merkmale im Rahmen einer Anlageberatung angeboten werden sollte, könnte der Vertreter dieses Produkt einem spezifischen Kundensegment trotzdem in Form von Ausführungsdienstleistungen zugänglich machen. In diesen Situationen erwartet die ESMA, dass der Vertreter dies erst nach einer sorgfältigen Analyse der Merkmale des Produktes und der Zielkunden tut. Darüber hinaus sollte diese Entscheidung dem Konzepteur im Rahmen der Pflicht des Vertreibers, dem Konzepteur Vertriebsinformationen in einer Weise mitzuteilen, dass der Konzepteur diese bei seinem Produktüberwachungsprozess und der Auswahl geeigneter Vertreter berücksichtigen kann (wie in Ziffer 21-22 beschrieben), gemeldet werden.

### **Portfolioverwaltung, Portfolioansatz, Hedging und Diversifizierung**

52. Bei der Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen mit einem Portfolioansatz und Portfolioverwaltung gegenüber dem Kunden kann der Vertreter Produkte für Diversifizierung und Hedging verwenden. In diesem Kontext können Produkte außerhalb des Zielmarktes des Produktes verkauft werden, wenn das Portfolio als Ganzes oder die Kombination aus einem Finanzinstrument und seiner Absicherung für den Kunden geeignet ist.
53. Die Identifizierung eines Zielmarktes durch den Vertreter erfolgt unbeschadet der Geeignetheitsprüfung. Das bedeutet, dass in bestimmten Fällen zulässige Abweichungen zwischen der Zielmarktidentifizierung und der individuellen Eignung des Kunden auftreten können, wenn die Empfehlung oder der Verkauf des Produktes die Anforderungen an die Geeignetheit mit einem Portfolioansatz sowie alle anderen anwendbaren gesetzlichen

Anforderungen erfüllt (einschließlich der Anforderungen in Verbindung mit Offenlegung, Identifizierung und Management von Interessenkonflikten, Vergütung und Anreize).

54. Der Vertreiber ist nicht verpflichtet, dem Konzepteur Verkäufe außerhalb des positiven Zielmarktes zu melden, wenn diese Verkäufe der Diversifizierung und dem Hedging dienen und wenn diese Verkäufe auch unter Berücksichtigung des Gesamtportfolios des Kunden oder des abgesicherten Risikos immer noch geeignet sind.
55. Produktverkäufe in den negativen Zielmarkt müssen dem Konzepteur stets gemeldet und dem Kunden gegenüber offengelegt werden, selbst dann, wenn diese Verkäufe der Diversifizierung und dem Hedging dienen. Verkäufe in den negativen Zielmarkt sollten jedoch die Ausnahme sein, selbst wenn sie der Diversifizierung dienen (siehe auch Ziffer 67-74).

### **Regelmäßige Überprüfung durch den Konzepteur und Vertreiber, ob Produkte und Dienstleistungen den Zielmarkt erreichen**

56. Artikel 16 Absatz 3 der MiFID II und Artikel 9 und 10 der MiFID II Delegierten Richtlinie verlangen, dass Konzepteur und Vertreiber die Produkte regelmäßig überprüfen, um einzuschätzen, ob ein Produkt immer noch im Einklang mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen des identifizierten Zielmarktes steht und ob die beabsichtigte Vertriebsstrategie immer noch angemessen ist.
57. Konzepture sollten nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit überlegen, welche Informationen sie brauchen, um ihre Überprüfung abzuschließen, und wie sie diese Informationen zusammentragen. In Einklang mit Erwägungsgrund 20 der MiFID II Delegierten Richtlinie könnten relevante Informationen beispielsweise Informationen über die eingesetzten Vertriebskanäle und über den Anteil der Verkäufe außerhalb des Zielmarktes sowie zusammenfassende Informationen zu den Arten von Kunden, eine zusammenfassende Darstellung der eingegangenen Beschwerden und vom Konzepteur vorgeschlagene Fragen für eine Kundenstichprobe für Feedback-Zwecke sein. Diese Informationen können in aggregierter Form vorliegen und müssen nicht für jedes Instrument oder jeden Verkauf einzeln vorliegen.
58. Um Überprüfungen der MiFID-Konzepture zu unterstützen, müssen Vertreiber ihnen Informationen zu Verkäufen sowie, soweit vorhanden, alle sonstigen relevanten Ergebnisse der eigenen regelmäßigen Überprüfung des Vertreibers bereitstellen. Außerdem sollten Vertreiber Daten und Informationen berücksichtigen, die einen Hinweis darauf geben könnten, dass sie den Zielmarkt für ein spezifisches Produkt oder eine spezifische Dienstleistung falsch identifiziert haben oder dass das Produkt oder die Dienstleistung die Umstände des identifizierten Zielmarktes nicht mehr erfüllt, zum Beispiel, wenn das Produkt aufgrund von Marktänderungen illiquid oder sehr volatil wird. Diese Informationen unterliegen dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, können generell in aggregierter Form vorliegen und müssen nicht generell für jedes Instrument oder jeden Verkauf einzeln vorliegen. In Fällen von besonderer Relevanz für bestimmte einzelne Instrumente (z. B. wenn der Vertreiber zu dem Schluss kommt, dass der Zielmarkt für ein



bestimmtes Produkt falsch bestimmt wurde) sollten jedoch instrumentenspezifische Informationen bereitgestellt werden.

59. In Bezug auf die Meldung von Informationen zu Verkäufen außerhalb des Zielmarktes des Konzepteurs sollten Vertrieber alle Entscheidungen zu Verkäufen außerhalb des Zielmarktes oder zur Ausweitung der vom Konzepteur empfohlenen Vertriebsstrategie, sowie alle Informationen über Verkäufe außerhalb des Zielmarktes (einschließlich Verkäufen innerhalb des negativen Zielmarktes) melden können, wobei die Ausnahmen gemäß Ziffer 54 zu berücksichtigen sind.

### **Vertrieb von Produkten, die von Unternehmen konzipiert werden, die nicht den MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegen**

60. Von Firmen, die Produkte vertreiben, die von Unternehmen konzipiert werden, die nicht den MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegen, wird erwartet, dass sie die erforderliche Due Diligence durchführen, sodass sie ihren Kunden ein angemessenes Maß an Dienstleistungen und Schutz bieten können, verglichen mit einer Situation, in der das Produkt unter Beachtung der MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen entwickelt wurde.

61. In den Fällen, in denen ein Produkt nicht unter Beachtung der MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen konzipiert wurde (zum Beispiel im Falle von Anlageprodukten, die von Unternehmen ausgegeben werden, die nicht den MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegen), kann dies Auswirkungen auf den Prozess der Informationsbeschaffung oder auf die Zielmarktidentifizierung haben:

- Zielmarktbestimmung: Der Vertrieber muss den Zielmarkt auch dann bestimmen, wenn er vom Konzepteur nicht bestimmt wurde<sup>9</sup> (siehe Ziffer 34). Selbst wenn die Firma also vom Konzepteur keine Beschreibung des Zielmarktes oder Informationen zum Produktgenehmigungsprozess erhält, muss sie demzufolge ihren „eigenen“ Zielmarkt bestimmen. Dies sollte in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise geschehen (siehe Ziffer 21).
- Prozess der Informationsbeschaffung: Vertrieber müssen alle zumutbaren Maßnahmen ergreifen, um sicherzustellen, dass die Produktinformationen, die vom Konzepteur eingeholt werden, zuverlässig und angemessen sind, sodass gewährleistet ist, dass die Produkte gemäß den Merkmalen, Zielen und Bedürfnissen des Zielmarktes vertrieben werden<sup>10</sup>. In den Fällen, in denen die relevanten Informationen nicht öffentlich zugänglich sind (zum Beispiel aus dem PRIIP-<sup>11</sup>KID oder einem Prospekt), sollten diese zumutbaren Maßnahmen den Abschluss einer Vereinbarung mit dem

---

<sup>9</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 1 der MiFID II Delegierten Richtlinie.

<sup>10</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 2 Unterabsatz 3 der MiFID II Delegierten Richtlinie.

<sup>11</sup> Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIPs) (ABl. 352 vom 9.12.2014, S. 1-23).

Konzepteur oder seinem Bevollmächtigten beinhalten, mit der alle relevanten Informationen eingeholt werden sollen, mit denen der Vertreiber seine Zielmarktbestimmung durchführen kann. Öffentlich zugängliche Informationen sind nur dann akzeptabel, wenn sie klar und verlässlich sind und den regulatorischen Anforderungen entsprechen.<sup>12</sup> Informationen, die den Anforderungen der Prospektrichtlinie, der Transparenzrichtlinie, der OGAW-Richtlinie, der AIFM-Richtlinie oder gleichwertiger Anforderungen eines Drittlandes entsprechen, sind zum Beispiel akzeptabel.

62. Die Verpflichtung, auf die in Ziffer 61 verwiesen wird, ist relevant für Produkte, die auf Primär- und Sekundärmärkten verkauft werden, und muss in einer verhältnismäßigen Weise in Abhängigkeit von dem Umfang, in dem öffentlich zugängliche Informationen verfügbar sind, sowie von der Komplexität des Produktes angewandt werden<sup>13</sup>. Informationen über einfachere, gebräuchlichere Produkte wie zum Beispiel Stammaktien erfordern daher in der Regel keine Vereinbarung mit dem Konzepteur, können aber aus den vielfältigen Informationsquellen entnommen werden, die für regulatorische Zwecke für diese Produkte veröffentlicht werden.
63. Wenn der Vertreiber nicht in der Lage ist, ausreichend Informationen über Produkte einzuholen, die von Unternehmen konzipiert wurden, die nicht den MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegen, könnte die Firma ihre Verpflichtungen im Rahmen der MiFID II nicht erfüllen und sollte demzufolge davon absehen, diese Produkte in ihre Produktpalette aufzunehmen.

#### **Anwendung von Produktüberwachungsanforderungen auf den Vertrieb von Produkten, die vor der Anwendbarkeit der MiFID II konzipiert wurden**

64. Produkte, die vor dem 3. Januar 2018 konzipiert und vertrieben werden, fallen nicht in den Anwendungsbereich der Produktüberwachungsanforderungen, wie von der MiFID II definiert.
65. Produkte, die vor dem 3. Januar 2018 konzipiert, aber erst nach dem 3. Januar 2018 an Anleger vertrieben werden, fallen in den Anwendungsbereich der für Vertreiber geltenden Produktüberwachungsanforderungen; insbesondere gilt für sie die Anforderung, für jedes Finanzprodukt einen Zielmarkt zu identifizieren. In dieser Situation sollte der Vertreiber so agieren, als wäre der Konzepteur ein Unternehmen, das nicht den MiFID-II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegt. Wenn der Zielmarkt vom Konzepteur (freiwillig/auf Grundlage von Vertriebsvereinbarungen mit Vertriebern) gemäß diesen Leitlinien identifiziert wurde, könnte sich der Vertreiber nach einer sorgfältigen Prüfung auf diese Zielmarktidentifizierung verlassen.
66. Spätestens nach dem nächsten Produktprüfungszyklus, der nach dem 3. Januar 2018 gemäß Artikel 16 Absatz 3 der MiFID II durchgeführt wird, sollte der Konzepteur diesem

---

<sup>12</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 2 der MiFID II Delegierten Richtlinie.

<sup>13</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 2 Unterabsatz 3 der MiFID II Delegierten Richtlinie.

Produkt einen Zielmarkt zugewiesen haben. Der Vertreiber sollte diesen Zielmarkt im Anschluss in seinem eigenen Prüfungsprozess berücksichtigen.

#### **V.4. Leitlinien zu Themen, die sowohl für Konzepture als auch für Vertreiber relevant sind**

##### **Identifizierung des „negativen“ Zielmarktes und Verkäufe außerhalb des positiven Zielmarktes**

67. Die Firma muss überlegen, ob das Produkt mit bestimmten Zielkunden inkompatibel wäre („negativer“ Zielmarkt)<sup>14</sup>. Bei dieser Überlegung sollte die Firma die gleichen Kategorien und Grundsätze anwenden, die weiter oben in den Ziffern 13-20 und 34-40 genannt werden. In Übereinstimmung mit der Herangehensweise zur Identifizierung des „positiven“ Zielmarktes ist der Konzepteur, der keine direkte Beziehung zu Endkunden unterhält, dann in der Lage, den negativen Zielmarkt auf einer theoretischen Grundlage zu identifizieren, d. h. mit einer eher allgemeinen Perspektive darauf, inwiefern die Besonderheiten eines bestimmten Produktes inkompatibel mit bestimmten Anlegergruppen wären. Der Vertreiber, der den eher allgemeinen negativen Zielmarkt des Konzepteurs sowie die Informationen über seinen eigenen Kundenstamm berücksichtigt, ist dann in der Lage, die Kundengruppe, an die er das spezifische Produkt nicht vertreiben sollte, konkreter zu identifizieren. Darüber hinaus wird vom Vertreiber verlangt, dass er alle Kundengruppen identifiziert, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen eine Dienstleistung in Verbindung mit dem Vertrieb eines bestimmten Produktes nicht kompatibel wäre.
68. Einige der Zielmarkeigenschaften, die die Konzepture und Vertreiber bei ihrer Bestimmung des positiven Zielmarktes verwenden, führen automatisch zu gegensätzlichen Eigenschaften für Anleger, mit denen das Produkt nicht kompatibel ist (wenn ein Produkt beispielsweise für das Anlageziel „Spekulation“ entwickelt wurde, ist es nicht zugleich für das Anlageziel „geringes Risiko“ geeignet). In diesem Fall könnte eine Firma den negativen Zielmarkt bestimmen, indem sie angibt, dass das Produkt oder die Dienstleistung mit jedem Kunden außerhalb des positiven Zielmarktes inkompatibel ist.
69. Auch hier ist es wieder wichtig, den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit zu beachten. Bei der Bestimmung eines potenziellen negativen Zielmarktes hängen die Anzahl und Details der Faktoren und Kriterien von der Natur, insbesondere der Komplexität oder dem Risiko-Ertrags-Profil, des Produktes ab (d. h. bei einem Standardprodukt ist die Gruppe der möglichen Anleger, mit denen es inkompatibel ist, wahrscheinlich kleiner, während bei einem komplexeren Produkt die Kundengruppe, mit der es inkompatibel ist, groß sein kann).
70. Es kann Situationen geben, in denen Produkte – unter bestimmten Umständen und wenn alle anderen gesetzlichen Anforderungen erfüllt sind (einschließlich der Anforderungen in Bezug auf Offenlegung, Geeignetheit oder Angemessenheit, Identifizierung und

---

<sup>14</sup> Siehe Artikel 9 Absatz 9 und Artikel 10 Absatz 2 der MiFID II Delegierten Richtlinie.

Management von Interessenkonflikten) – außerhalb des positiven Zielmarktes verkauft werden könnten. Diese Fälle sollten jedoch durch den konkreten Sachverhalt begründet sein und der Grund für die Abweichung sollte klar dokumentiert und, sofern zutreffend, in die Geeignetheitserklärung aufgenommen werden.

71. Da der negative Zielmarkt ein ausdrücklicher Hinweis auf die Kunden ist, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen das Produkt nicht kompatibel ist und an die das Produkt nicht vertrieben werden sollte, sollte der Verkauf an Anleger innerhalb dieser Gruppe die Ausnahme bleiben, die Begründung für die Abweichung sollte dementsprechend aussagekräftig sein und generell wird von ihr erwartet, dass sie fundierter als eine Begründung für einen Verkauf außerhalb des positiven Zielmarktes ist.
72. Der Verkauf von Produkten außerhalb des Zielmarktes könnte beispielsweise als Folge von beratungsfreien Verkäufen stattfinden (d. h. wenn Kunden auf eine Firma zukommen, weil sie ein bestimmtes Produkt kaufen möchten, ohne dass die Firma zuvor aktives Marketing betrieben hat oder der Kunde in irgendeiner Weise von der Firma beeinflusst wurde), bei denen die Firma nicht über alle erforderlichen Informationen verfügt, um eine sorgfältige Bewertung durchzuführen, ob der Kunde zum Zielmarkt gehört; dies könnte zum Beispiel bei Ausführungsplattformen der Fall sein, die nur im Rahmen der Angemessenheitsregelung agieren. Es wird erwartet, dass Firmen im Kontext der Produktüberwachungsregelungen Situationen wie die oben beschriebene ex-ante analysieren und eine verantwortungsbewusste Entscheidung dazu treffen, wie sie mit diesen Situationen umgehen, wenn sie tatsächlich eintreten, und dass Mitarbeiter mit Kundenkontakt über die auf Leitungsebene festgelegte Herangehensweise informiert werden, damit sie sie beachten können. Außerdem sollten Firmen die Natur der Produkte innerhalb ihrer Produktpalette, die sie Kunden anbieten möchten (zum Beispiel in Bezug auf Komplexität/Risiko), und das Vorhandensein etwaiger Interessenkonflikte mit Kunden (wie zum Beispiel bei der eigenen Begebung eines Produktes) sowie ihr Geschäftsmodell berücksichtigen. Manche Firmen könnten beispielsweise die Möglichkeit in Erwägung ziehen, Kunden Geschäfte zu verwehren, wenn diese zum negativen Zielmarkt gehören, wohingegen sie anderen Kunden wiederum die Transaktion mit einem Finanzprodukt, das in einer „Grauzone“, also zwischen dem positiven und dem negativen Zielmarkt, liegt, erlauben.
73. Wenn der Vertreiber zum Beispiel im Zuge der Analyse von Kundenbeschwerden oder aus anderen Quellen und Daten erfährt, dass ein bestimmtes Produkt in signifikanter Weise außerhalb des ex-ante identifizierten Zielmarktes verkauft wird (zum Beispiel in Bezug auf die Anzahl der beteiligten Kunden), wird er eine solche Information im Zuge seiner regelmäßigen Prüfung der angebotenen Produkte und damit verbundenen Dienstleistungen berücksichtigen. In solchen Fällen könnte der Vertreiber zum Beispiel zu dem Schluss kommen, dass der ursprünglich identifizierte Zielmarkt nicht korrekt war und überprüft werden muss oder dass die damit verbundene Vertriebsstrategie für das Produkt nicht angemessen war und überdacht werden muss.
74. Abweichungen vom Zielmarkt (außerhalb des positiven oder innerhalb des negativen), die für den Produktüberwachungsprozess des Konzepteurs von Relevanz sein könnten

(insbesondere wiederholte Abweichungen), sollten dem Konzepteur unter Berücksichtigung der Ausnahmen laut Ziffer 54 gemeldet werden.

### **Anwendbarkeit der Zielmarktanforderungen auf Firmen, die nicht im Privatkundenbereich tätig sind (d. h. mit professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien)**

#### *Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien als Teil der Vermittlungskette*

75. Die in Artikel 16 Absatz 3 der MiFID II dargelegten Anforderungen gelten unabhängig von der Natur des Kunden (Kleinanleger, professioneller Kunde oder geeignete Gegenpartei). Gleichzeitig geben Artikel 16 Absatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II vor, dass die anzusprechenden Kunden die „Endkunden“ sind. Das bedeutet, dass eine Firma keinen Zielmarkt für andere Firmen (professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien) innerhalb der Vermittlungskette angeben muss, dass sie jedoch bei der Gestaltung des Zielmarktes den Endkunden (d. h. den Endkunden in der Vermittlungskette) im Hinterkopf haben muss. Der spezifische Typ des anzusprechenden Endkunden muss in der Kundentypkategorie angegeben werden, auf die in Ziffer 18(a) verwiesen wird.
76. Wenn ein professioneller Kunde oder eine geeignete Gegenpartei ein Produkt mit der Absicht kauft, dieses an andere Kunden weiterzuverkaufen, wenn er/sie also als Glied in der Vermittlungskette tätig wird, dann sollte er/sie nicht als „Endkunde“ betrachtet werden.
77. In einem solchen Fall würde der professionelle Kunde (oder die geeignete Gegenpartei) als Vertreiber handeln und sollte deshalb die für Vertreiber geltenden Produktüberwachungsanforderungen beachten.
78. Wenn zum Beispiel eine Firma ein Produkt an eine geeignete Gegenpartei verkauft, die das Produkt mit der Absicht kauft, es in einem größeren Rahmen an professionelle Kunden oder Kleinanleger zu vertreiben, dann sollte die geeignete Gegenpartei den relevanten Zielmarkt anhand ihrer Pflichten als Vertreiber neu prüfen. Wenn die geeignete Gegenpartei im Anschluss Änderungen am Produkt vornimmt, bevor sie es weiterverkauft, dürfte die Partei den Produktüberwachungsregelungen sowohl für Konzepture als auch für Vertreiber unterliegen.

#### *Professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien als Endkunden*

79. Das MiFID-Rahmenwerk zur Kundenkategorisierung stimmt die Kundenschutzmechanismen mit den Bedürfnissen jeder Kundenkategorie ab (d. h. Kleinanleger, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien). In einem Firmenkundenkontext (also nur professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien) erlaubt die MiFID, dass von bestimmten Annahmen bezüglich der Kenntnisse und der Erfahrung der Kunden im Hinblick auf das Verständnis von Investitionsrisiken ausgegangen werden kann.

80. Die MiFID II schreibt den Firmen vor, dass die von ihnen konzipierten und/oder vertriebenen Produkte so gestaltet sein müssen, dass sie die Bedürfnisse eines identifizierten Zielmarktes der Endkunden innerhalb der jeweiligen Kundenkategorie erfüllen<sup>15</sup>. Deshalb sollten Firmen bei der Bestimmung des geeigneten Zielmarktes für ein bestimmtes Produkt die jeweilige Kundenkategorie beachten und ob diese es ihnen ermöglicht, Annahmen über die Kenntnisse und die Erfahrung der Endkunden zu treffen.

#### *Für professionelle Kunden als Endkunden*

81. Firmen dürfen davon ausgehen, dass professionelle Kunden über die erforderlichen Kenntnisse und die notwendigen Erfahrungen verfügen, um die Risiken, die mit bestimmten Produkten oder Dienstleistungen, für die sie als professioneller Kunde eingestuft wurden, verbunden sind, zu verstehen<sup>16</sup>. Nichtsdestotrotz unterscheidet die MiFID zwischen geborenen professionellen Kunden und gekorenen professionellen Kunden und schreibt vor, dass bei Kunden der letzteren Kategorie nicht davon ausgegangen werden sollte, dass sie über vergleichbare Kenntnisse und die Erfahrungen der geborenen professionellen Kunden verfügen.

82. Deshalb sollten die Firmen bei der Durchführung ihrer Zielmarktidentifizierung die Unterschiede bei den angenommenen Kenntnissen zwischen Kleinanlegern und professionellen Kunden und innerhalb der Kategorie der professionellen Kunden zwischen gekorenen professionellen Kunden und geborenen professionellen Kunden berücksichtigen<sup>17</sup>. Die unterschiedliche Herangehensweise sollte beispielsweise die Unterschiede in den Kenntnis- und Erfahrungsprofilen dieser unterschiedlichen Kundenkategorien widerspiegeln.

83. Es ist möglich, dass einige Produkte (zum Beispiel solche, die für den Vertrieb auf Massenmärkten geeignet sind) einen breit definierten Zielmarkt haben, der sowohl Kleinanleger als auch professionelle Kunden umfasst. Bei solchen Produkten, zum Beispiel Anteile oder Aktien eines gewöhnlichen OGAW-Fonds, könnte standardmäßig davon ausgegangen werden, dass ihr Zielmarkt auch professionelle Kunden einschließt. Einige andere Produkte, insbesondere Produkte mit einem komplexen Risikoprofil, haben jedoch einen enger gefassten Zielmarkt. Der Zielmarkt für eine bedingte Wandelanleihe könnte beispielsweise nur aus geborenen professionellen Kunden oder gekorenen professionellen Kunden bestehen, die die Komplexität dieser Produkte mit hoher Wahrscheinlichkeit verstehen können.

#### *Für geeignete Gegenparteien als Endkunden*

84. Das aufsichtsrechtliche Rahmenwerk der MiFID erkennt geeignete Gegenparteien als die Klasse von Anlegern und Kapitalmarktteilnehmern mit dem höchsten Kenntnisniveau an und schaltet demzufolge viele der Kundenschutzmechanismen für diese Kunden ab. Die

---

<sup>15</sup> Siehe Artikel 16 Absatz 3 Unterabsatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II.

<sup>16</sup> Siehe Anhang II zur MiFID II.

<sup>17</sup> Siehe Abschnitt II.1 Unterabsatz 2 von Anhang II der MiFID II.

MiFID II zielt jedoch darauf ab, die Schutzmaßnahmen für Nicht-Kleinanleger zu verbessern, indem bestimmte Informations- und Meldepflichten auf die Geschäfte der Firmen mit geeigneten Gegenparteien ausgeweitet werden. Während die Firmen bei ihren Geschäften mit geeigneten Gegenparteien nicht verpflichtet sind, die Anforderungen gemäß Artikel 24 (mit Ausnahme der Absätze 4 und 5) der MiFID II anzuwenden (Artikel 30 Absatz 1 der MiFID II), müssen sie jedoch trotzdem sicherstellen, dass sie „ehrlich, redlich und professionell“ handeln und in ihren Geschäften mit geeigneten Gegenparteien „redlich, eindeutig und nicht irreführend“ kommunizieren. Darüber hinaus gelten die in Artikel 16 Absatz 3 der MiFID II dargelegten Anforderungen unabhängig von der Natur des Kunden (Kleinanleger, professioneller Kunde oder geeignete Gegenpartei).

85. Wenn der Endkundenzielmarkt ausschließlich aus geeigneten Gegenparteien besteht, fällt die Gesamtbewertung wahrscheinlich weniger umfassend aus. Es ist davon auszugehen, dass geeignete Gegenparteien ein detailliertes Verständnis des Marktumfeldes, der Wirtschaftlichkeit und anderer Schlüsselfaktoren und Risiken in Verbindung mit einer bestimmten Anlageentscheidung haben.