

# Leitlinien

zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II

## Inhaltsverzeichnis

|                                                                                                      |   |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| Leitlinien .....                                                                                     | 3 |
| 1.Anwendungsbereich .....                                                                            | 3 |
| 2.Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen .....                                           | 4 |
| 3.Zweck .....                                                                                        | 7 |
| 4.Einhaltung der Leitlinien und Mitteilungspflichten .....                                           | 8 |
| 5.Leitlinien zur Anwendung von Artikel 16 Absätze 3 und 6 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II ..... | 9 |

## Leitlinien

### 1. Anwendungsbereich

#### Wer?

1. Diese Leitlinien gelten für
  - Firmen
  - zuständige Behörden.

#### Was?

2. Diese Leitlinien gelten für die Konzipierung und den Vertrieb von Finanzinstrumenten und strukturierten Einlagen. Insbesondere beziehen sich diese Leitlinien auf die folgenden Anforderungen:
  - i. Artikel 9 Absatz 3 der Richtlinie 2014/65/EU<sup>1</sup> (MiFID II);
  - ii. Artikel 16 Absätze 3 und 6 der MiFID II;
  - iii. Artikel 24 Absätze 1 und 2 der MiFID II;
  - iv. Artikel 9 und 10 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission<sup>2</sup> (Delegierte Richtlinie zur MiFID II).

#### Wann?

3. Diese Leitlinien gelten nach Ablauf von zwei Monaten nach dem Datum ihrer Veröffentlichung auf der ESMA-Website in allen EU-Amtssprachen.

---

<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).

## 2. Rechtsrahmen, Abkürzungen und Begriffsbestimmungen

### 2.1 Rechtsrahmen

|                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 der Kommission. | Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 der Kommission vom 21. April 2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen <sup>3</sup>                                            |
| Delegierte Verordnung zur MiFID II                   | Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU 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 <sup>4</sup> |
| ESMA-Verordnung                                      | Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 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 <sup>5</sup>                                                                  |
| MiFID II                                             | 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 <sup>6</sup>                                                                                                                                                                                                 |

### 2.2 Abkürzungen

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| ACP  | Beratender Ausschuss für Verhältnismäßigkeit |
| CSA  | Gemeinsame Aufsichtsmaßnahme                 |
| ESFS | Europäisches Finanzaufsichtssystem           |

<sup>3</sup> ABl. L 277 vom 2.8.2021, S. 1.

<sup>4</sup> ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1.

<sup>5</sup> ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84.

<sup>6</sup> ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349.

|            |                                                   |
|------------|---------------------------------------------------|
| ESMA       | Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde |
| EU         | Europäische Union                                 |
| EWR        | Europäischer Wirtschaftsraum                      |
| Kommission | Europäische Kommission                            |
| KP         | Konsultationspapier                               |
| SMSG       | Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte |

## 2.3 Begriffsbestimmungen

|        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Firmen | Wertpapierfirmen (wie in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 1 der MiFID II definiert) und Kreditinstitute (wie in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 27 der MiFID II definiert), wenn diese Wertpapierdienstleistungen und Anlagetätigkeiten erbringen (wie in Artikel 4 Absatz 1 Nummer 2 der MiFID II definiert), Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, wenn sie Kunden strukturierte Einlagen verkaufen oder sie dazu beraten, OGAW-Verwaltungsgesellschaften (wie in Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe b der OGAW-Richtlinie <sup>7</sup> definiert) und externe Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) (wie in Artikel 5 Absatz 1 Buchstabe a der AIFM-Richtlinie <sup>8</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 und Artikel 6 Absatz 4 Buchstaben a und b der AIFM-Richtlinie), wobei jeweils die Fälle ausgenommen sind, in denen die Finanzinstrumente ausschließlich an geeignete Gegenparteien (im Einklang mit der in Artikel 16a der MiFID II vorgesehenen Ausnahme) vermarktet oder vertrieben werden. |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

---

<sup>7</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).

<sup>8</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 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1).

|            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Konzepteur | eine Firma, die ein Produkt herstellt, einschließlich der Schaffung, Entwicklung, Begebung oder Gestaltung dieses Produktes sowie einschließlich der Beratung von Unternehmensemittenten zur Einführung eines neuen Produktes;                                                                                              |
| Produkte   | Finanzinstrumente (im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 15 der MiFID II), ausgenommen Anleihen, die über keine anderen eingebetteten Derivate als eine Make-Whole-Klausel verfügen, gemäß der Ausnahme in Artikel 16a der MiFID II, sowie strukturierte Einlagen (im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 43 der MiFID II) |
| Vertreiber | eine Firma, die einem Kunden ein Produkt bzw. eine Dienstleistung anbietet, empfiehlt oder verkauft.                                                                                                                                                                                                                        |

### 3. Zweck

4. Die vorliegenden Leitlinien basieren auf Artikel 16 Absatz 1 der ESMA-Verordnung. Ziel dieser Leitlinien ist es, innerhalb des Europäischen Finanzaufsichtssystems (ESFS) kohärente, effiziente und wirksame Aufsichtspraktiken zu schaffen und eine gemeinsame, einheitliche und kohärente Anwendung der MiFID II-Produktüberwachungsanforderungen sicherzustellen. Von der Einhaltung dieser Leitlinien erhofft sich die ESMA eine Stärkung des Anlegerschutzes.

## **4. Einhaltung der Leitlinien und Mitteilungspflichten**

### **4.1 Status dieser Leitlinien**

5. Im Einklang mit Artikel 16 Absatz 3 der ESMA-Verordnung unternehmen die zuständigen Behörden und die Finanzmarktteilnehmer alle erforderlichen Anstrengungen, um diesen Leitlinien nachzukommen.
6. Die zuständigen Behörden, für welche diese Leitlinien gelten, sollten diesen nachkommen, indem sie sie gegebenenfalls in ihre nationalen Rechts- und/oder Aufsichtsrahmen übernehmen; dies gilt auch für jene Leitlinien, die sich in erster Linie an die Finanzmarktteilnehmer richten. In diesem Fall sollten die zuständigen Behörden durch ihre Aufsicht dafür Sorge tragen, dass die Finanzmarktteilnehmer diesen Leitlinien nachkommen.

### **4.2 Mitteilungspflichten**

7. Die zuständigen Behörden, für die diese Leitlinien gelten, müssen die ESMA binnen zwei Monaten nach Veröffentlichung der Leitlinien auf der Website der ESMA in allen Amtssprachen der EU darüber unterrichten, ob sie den Leitlinien (i) nachkommen, (ii) nicht nachkommen, jedoch nachzukommen beabsichtigen, oder (iii) nicht nachkommen und nicht nachzukommen beabsichtigen.
8. Im Fall der Nichteinhaltung der Leitlinien müssen die zuständigen Behörden der ESMA außerdem innerhalb von zwei Monaten, nachdem die Leitlinien in allen EU-Amtssprachen auf der ESMA-Website veröffentlicht wurden, die Gründe für die Nichteinhaltung der Leitlinien mitteilen.
9. Eine Vorlage für diese Mitteilung ist auf der ESMA-Website verfügbar. Die ausgefüllte Vorlage ist an die ESMA zu übermitteln.
10. Für die Finanzmarktteilnehmer besteht keine Pflicht zur Mitteilung, ob sie diesen Leitlinien nachkommen.

## **5. Leitlinien zur Anwendung von Artikel 16 Absätze 3 und 6 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II**

### **5.1 Allgemeines**

11. Diese Leitlinien sollten gemäß Artikel 9 Absatz 1 Unterabsatz 2 und Artikel 10 Absatz 1 Unterabsatz 1 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise angewandt werden, bei der die Natur des Produktes, die Wertpapierdienstleistung und der Zielmarkt des Produktes berücksichtigt werden.
12. Wenn eine Firma sowohl als Konzepteur als auch als Vertreiber von Produkten auftritt und solange die Firma alle anwendbaren Konzepteur- und Vertreiberpflichten erfüllt, sind die nachfolgend dargelegten Leitlinien relevant.
13. Im Allgemeinen sollten Firmen, die als Konzepteur und/oder Vertreiber auftreten, ihre Entscheidungen im Rahmen ihrer Produktüberwachungsregelungen begründen und dokumentieren, auch in Bezug auf die Zielmarktidentifizierung und die damit verbundenen Vertriebsstrategien.

### **5.2 Leitlinien für Konzepture**

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

14. 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. Bei der Identifizierung des Zielmarkts für ein Produkt sollten die Konzepture auch die Ergebnisse der für das betreffende Produkt<sup>9</sup> durchgeführten Szenario- und Gebührenstrukturanalysen<sup>10</sup> berücksichtigen. 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 faktischen Daten in numerische Systeme). Bei der Zielmarktidentifizierung sollten Firmen

---

<sup>9</sup> Die Begriffe „Szenarioanalysen“ und „Gebührenstruktur“ beziehen sich auf die gemäß Artikel 9 Absatz 10 und 12 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II erforderlichen Analysen.

<sup>10</sup> So können die von der Firma durchgeführten Szenarioanalysen beispielsweise ergeben, dass der Wert eines Produkts besonders empfindlich auf negative Marktbedingungen reagiert, was zur Identifizierung eines enger gefassten Zielmarkts im Hinblick auf die Risikotoleranz der Kunden führt. Als weiteres Beispiel kann die von der Firma durchgeführte Analyse der Gebührenstruktur ergeben, dass die Gebührenstruktur des Produkts nicht mit dem identifizierten Zielmarkt vereinbar ist, was die Firma dazu veranlasst, die Gebührenstruktur des Produkts zu ändern und/oder den Zielmarkt neu zu bewerten. Die ESMA hat in ihren Q&A 16.2-4 (Q&As in MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_qas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf)) Auslegungsentscheidungen zu den Anforderungen an die Analyse der Gebührenstruktur zur Verfügung gestellt.

sich nicht nur auf solche quantitativen Kriterien verlassen, sondern diese hinreichend gegen qualitative Überlegungen abwägen.

15. Als Grundlage für die Zielmarktidentifizierung für ihre Produkte 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 (siehe Ziffern 19-31 dieser Leitlinien).
16. Die Konzepture sollten jede dieser Kategorien detailliert darlegen bzw. beschreiben, ohne dabei die Kategorien zu vermischen, wobei ihre Beziehung untereinander zu berücksichtigen und die Kohärenz zwischen den verschiedenen Kategorien zu gewährleisten ist, da alle gemeinsam zur Festlegung des Zielmarktes für ein bestimmtes Produkt beitragen.
17. 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.
18. Konzepture müssen einen potenziellen Zielmarkt identifizieren<sup>11</sup>. Da sie in der Regel keinen direkten Kundenkontakt haben, bedeutet dies gemäß Artikel 9 Absatz 9 Unterabsatz 2 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II, dass ihre Zielmarktidentifizierung unter anderem auf ihrem theoretischen Wissen und ihren Erfahrungen mit dem Produkt beruhen kann.
19. 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 „Kleinanleger“, „professioneller Kunde“ und/oder „geeignete Gegenpartei“ gewählt werden. Um einen möglichen Missbrauch der in Artikel 16a MiFID II<sup>12</sup> vorgesehenen Ausnahmeregelung zu vermeiden, sollte die Entscheidung, ein Produkt ausschließlich an geeignete Gegenparteien zu vermarkten oder zu vertreiben, eindeutig vorab (entweder bei der Durchführung der ursprünglichen Zielmarktbewertung oder bei der

---

<sup>11</sup> Siehe Artikel 9 Absatz 9 der Delegierten Richtlinie zur MiFID.

<sup>12</sup> Gemäß Artikel 16a der MiFID II ist eine Firma unter anderem von den Anforderungen der Product Governance Regularien ausgenommen, wenn die Finanzinstrumente ausschließlich an geeignete Gegenparteien vermarktet oder vertrieben werden.

Durchführung regelmäßiger Überprüfungen) und zwar auf Grundlage der internen Prozesse der Firma getroffen 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 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 PRIIP-Verordnung<sup>13</sup> oder der OGAW-Richtlinie festgelegten Risikoindikator verwenden. Wo erforderlich, sollten die Firmen auch die Risiken berücksichtigen, die in der Beschreibung unter dem PRIIP-

---

<sup>13</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 (PRIIP) (ABl. 352 vom 9.12.2014, S. 1-23).

Gesamtrisikoindikator aufgeführt sind, wie z. B. Währungs- und/oder Liquiditätsrisiken.

- e) Ziele und Bedürfnisse des Kunden: Die Firma sollte die Anlageziele und -bedürfnisse der Zielkunden festlegen, für die ein Produkt geeignet ist, einschließlich der breiteren finanziellen Ziele der Zielkunden oder der Gesamtstrategie, die sie bei der Investition verfolgen. 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 erreicht werden kann, oder das Produkt könnte spezielle Produktmerkmale aufweisen, die der Erfüllung spezifischer Anlageziele wie „Währungsabsicherung“, „regelmäßige Zahlungen“ usw. dienen. Darüber hinaus sollte auf den erwarteten Anlagehorizont/die empfohlene Haltedauer (z. B. Anzahl der Jahre, in denen die Investition gehalten werden soll) verwiesen werden, wobei die potenziellen Auswirkungen eines vorzeitigen Ausstiegs auf die Kunden (z. B. in Bezug auf die Kosten) gebührend zu berücksichtigen sind.

20. Innerhalb der weit gefassten Kategorie der Ziele und Bedürfnisse der Kunden sollte die Firma auch alle nachhaltigkeitsbezogenen Ziele angeben, mit denen das Produkt vereinbar ist. Um ein ausreichendes Maß an Granularität des Zielmarkts zu gewährleisten, können Firmen bei der Ermittlung von nachhaltigkeitsbezogenen Zielen, soweit anwendbar, die folgenden Aspekte (im Einklang mit der Definition von „Nachhaltigkeitspräferenzen“ gemäß Artikel 2 Absatz 7 der Delegierten Verordnung zur MiFID II<sup>14</sup> und den ESMA-Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die Geeignetheit) angeben:

- a) den Mindestanteil des Produkts, der in ökologisch nachhaltige Investitionen im Sinne von Artikel 2 Nummer 1 der Verordnung (EU) 2020/852 investiert wird<sup>15</sup>;
- b) den Mindestanteil des Produkts, der in nachhaltige Investitionen im Sinne von Artikel 2 Nummer 17 der Verordnung (EU) 2019/2088 investiert wird<sup>16, 17</sup>;

---

<sup>14</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU 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 (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 1).

<sup>15</sup> Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 (ABl. L 198 vom 22.6.2020, S. 13).

<sup>16</sup> Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (ABl. L 317 vom 9.12.2019, S. 1).

<sup>17</sup> Der unter den beiden vorstehenden Aufzählungspunkten genannte Mindestanteil des Produkts ist derjenige, der in den verbindlichen Vertragsunterlagen, wie den in Artikel 6 der Verordnung (EU) 2019/2088 genannten, oder in anderen einschlägigen Rechtsdokumenten veröffentlicht wird.

- c) welche wichtigsten nachteiligen Auswirkungen (PAI) auf Nachhaltigkeitsfaktoren bei dem Produkt berücksichtigt werden, einschließlich quantitativer oder qualitativer Kriterien, mit denen diese Berücksichtigung nachgewiesen wird. Die Firmen könnten die in den SFDR RTS<sup>18</sup> aufgeführten Kategorien (anstelle eines Ansatzes, der auf jedem PAI Indikator basiert) wie „Emissionen“, „ „Energie-Performance“, „Wasser und Abfall“ usw. verwenden;
  - d) ob, soweit relevant, das Produkt einen Schwerpunkt auf Umwelt-, Sozial- oder Governance-Kriterien oder auf eine Kombination dieser Kriterien hat<sup>19</sup>.
21. 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.
22. Um das Risiko von Fehlinterpretationen und Missverständnissen auszuschließen, sollten Konzepture die Konzepte und Terminologien, die sie bei der Festlegung des Zielmarktes über die fünf in Absatz 19 genannten Kategorien hinweg verwenden, klar definieren.
- Identifizierung des potenziellen Zielmarktes: Differenzierung nach der Natur des konzipierten Produktes**
23. Die Identifizierung des potenziellen Zielmarktes sollte für alle Produkte in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise unter Berücksichtigung der Art des Produktes erfolgen. Das bedeutet, dass bei der Zielmarktidentifizierung die Eigenschaften des Produktes, einschließlich seiner Komplexität (einschließlich Kosten- und Gebührenstruktur), seines Risiko-Ertrags-Profiles, oder der Liquidität oder seines innovativen Charakters, berücksichtigt werden sollten.
24. In diesem Zusammenhang sollten die Konzepture den Grad der Komplexität, der den hergestellten Produkten beizumessen ist, definieren und angemessen abstufen, um den erforderlichen Detaillierungsgrad zu bestimmen, mit dem der Zielmarkt identifiziert werden sollte. Obgleich Komplexität ein relativer Begriff ist, der von mehreren Faktoren abhängt, sollten die Firmen auch die in Artikel 25 Absatz 4 der MiFID II genannten Kriterien und Grundsätze berücksichtigen.
25. Für komplexere Produkte, wie zum Beispiel strukturierte Produkte mit kompliziertem Renditeprofil, sollte der Zielmarkt detaillierter bestimmt werden. Bei einfacheren,

---

<sup>18</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2022/1288 der Kommission vom 6. April 2022 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Festlegung der Einzelheiten des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit dem Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen, des Inhalts, der Methoden und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit Nachhaltigkeitsindikatoren und nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen sowie des Inhalts und der Darstellung von Informationen in Zusammenhang mit der Bewerbung ökologischer oder sozialer Merkmale und nachhaltiger Investitionsziele in vorvertraglichen Dokumenten, auf Internetseiten und in regelmäßigen Berichten (ABl. L 196 vom 25.7.2022, S. 1-72).

<sup>19</sup> Siehe Ziffer 27 zweiter Gedankenstrich der ESMA-Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die Geeignetheit (Ref. ESMA35-43-3172).

gebräuchlicheren Produkten kann der Zielmarkt weniger detailliert festgelegt werden<sup>20</sup>. Je nach Produkt kann die Beschreibung einer oder mehrerer der vorstehend erwähnten Kategorien allgemeiner ausfallen. Je einfacher ein Produkt ist, desto weniger detailreich kann eine Kategorie sein.

26. Bei bestimmten besonders komplexen und risikoreichen Produkten wie z. B. Differenzkontrakten (CFD) und anderen Produkten mit ähnlichen Merkmalen sollten die Konzepture eine sehr sorgfältige Zielmarktbewertung vornehmen, die zu einem erheblich reduzierten Zielmarkt oder gar keinem kompatiblen Zielmarkt führt. Ist ein Konzepteur der Auffassung, dass ein CFD oder ein Produkt mit ähnlichen Merkmalen keinen kompatiblen Zielmarkt aufweist, sollte er das Produkt nicht für den Vertrieb bereitstellen. Ist ein Konzepteur der Ansicht, dass es einen Zielmarkt gibt, dessen Bedürfnisse, Merkmale und Ziele mit einem CFD oder einem Produkt mit ähnlichen Merkmalen vereinbar sind, so sollte sich ein solcher Zielmarkt in jedem Fall auf risikofreudige Kunden beschränken, welche die damit verbundenen Risiken verstehen und die in der Lage und darauf vorbereitet sind, mit ihrer Anlage im Durchschnitt Geld zu verlieren, und die auf der Suche nach spekulativen Anlagen sind, bei denen nur geringe Chancen bestehen, positive Renditen zu erzielen.
27. Die Konzepture können sich auch dafür entscheiden, den Zielmarkt zu definieren, indem sie für einige Produkte einen gemeinsamen Ansatz festlegen, wenn diese hinreichend vergleichbare Produktmerkmale aufweisen („Cluster-Ansatz“). Bei der Anwendung eines Cluster-Ansatzes sollten die Konzepture ein ausreichendes Maß an Granularität zugrunde legen, um sicherzustellen, dass nur Produkte mit hinreichend vergleichbaren Charakteristika und Risikomerkmale zusammengefasst werden (d. h. Cluster sollten in sich homogen und gegenüber anderen Clustern heterogen sein). Um sicherzustellen, dass homogene Cluster identifiziert werden, sollten die Firmen besonderes Augenmerk auf die Komplexität der Produkte legen, d. h. je komplexer die einem Cluster zugrunde liegenden Produkte sind, desto granularer sollte die Clusterbildung sein. Im Allgemeinen wird bei bestimmten komplexeren Produkten angenommen, dass ein Cluster-Ansatz nicht angemessen ist und dass die Firmen den Zielmarkt auf der Ebene des einzelnen Produkts definieren sollten.
28. Die Konzepture sollten mehrere Schlüsselfaktoren bei der Clusterbildung von Produkten berücksichtigen, wie etwa Risikofaktoren (z. B. das Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiko); die Kostenstruktur (Höhe und Art der Kosten); optionale Elemente (bei Derivaten oder Produkten mit eingebetteten Derivaten); finanzielle Hebelwirkung; Bail-in-Fähigkeit; Nachrangigkeitsklauseln; Beobachtbarkeit des Basiswerts (z. B. die Verwendung unbekannter oder undurchsichtiger Indizes); Kapitalrückzahlungsgarantien oder Kapitalschutzklauseln; Liquidität des Produkts (d. h. Handelbarkeit an Handelsplätzen, Geld-Brief-Spanne, Verkaufsbeschränkungen, Austrittsgebühren) sowie die Währungsdenomination des Anlageprodukts.
29. Bei der Anwendung eines Clustering-Ansatzes sollte der Konzepteur für jedes spezifische Produkt stets prüfen und dokumentieren, ob es zu einem bestimmten Cluster gehört und

---

<sup>20</sup> Siehe Erwägungsgrund 19 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II.

somit, ob der für dieses Cluster ermittelte Zielmarkt dem betreffenden Produkt zugeordnet werden kann. Zu diesem Zweck sollten für jedes Cluster eindeutige Kriterien festgelegt werden. In jedem Fall sollten die Konzepture bei der Anwendung eines Clustering-Ansatzes die Ergebnisse der Gebührenstruktur und der Szenarioanalysen für jedes Produkt berücksichtigen.

30. In allen Fällen – auch bei der Anwendung eines Clustering-Ansatzes – 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.
31. 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**

32. 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 Maßnahmen ergreifen, um zu gewährleisten, dass das Produkt 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 Vertreiber für seine Produkte alle erforderlichen Anstrengungen unternehmen muss, um Vertreiber auszuwählen, deren Kunden und Dienstleistungen ihrer Art nach mit dem Zielmarkt des Produktes kompatibel sind.
33. Bei der Festlegung der Vertriebsstrategie sollte ein Konzepteur den Umfang der Kundeninformationen festlegen, die der Vertreiber 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 Erwerbskanal angeben.

## **5.3 Leitlinien für Vertreiber**

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

34. Die Zielmarktidentifizierung des Vertreibers (d. h. der „tatsächliche“ Zielmarkt für das Produkt) sollte als Teil des allgemeinen Entscheidungsfindungsprozesses über die Palette an Dienstleistungen und Produkten, die der Vertreiber anbieten wird, durchgeführt werden. Die eigentliche Zielmarktidentifizierung sollte deshalb in einer frühen Phase stattfinden und auf Ex-ante-Basis erfolgen (d. h. vor der Übernahme ins tägliche Geschäft und/oder vor der Entscheidung, ob das Produkt in den Vertrieb der Firma aufgenommen werden sollte),

und zwar auf der Grundlage der vom Leitungsorgan festgelegten Geschäftspolitik und Vertriebsstrategien der Firma. Insbesondere die Bestimmung des Zielmarktes der für den Vertrieb bestimmten Produkte sollte sicherstellen, dass die Entscheidungen, die zur Festlegung des Produktsortiments des Vertreibers getroffen werden, auf der Berücksichtigung der Merkmale, Ziele und Bedürfnisse des Kundenstamms des Vertreibers beruhen.

35. Insbesondere sollten Vertreiber die Verantwortung dafür übernehmen, dass von Anfang an die allgemeine Kohärenz der angebotenen Produkte und Wertpapier- und/oder Nebendienstleistungen sichergestellt wird und festgelegt wird, welche Produkte im Rahmen der verschiedenen Dienstleistungen angeboten werden sollen, um die Vereinbarkeit mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen der Zielkunden sicherzustellen. Die Aspekte im Zusammenhang mit dieser allgemeinen Kohärenz von Produkten, Dienstleistungen und Vertriebsstrategien mit den Zielkunden sollten in der Strategie der Firma in Bezug auf die angebotenen oder erbrachten Dienstleistungen, Tätigkeiten, Produkte und Geschäfte berücksichtigt und formalisiert werden.<sup>21</sup>
36. 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.
37. 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>22</sup> Wenn einem Vertreiber 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 Vertreiber könnte

---

<sup>21</sup>Im Einklang mit Artikel 9 Absatz 3 Buchstabe b der MiFID II.

<sup>22</sup> Dies entspricht dem Erwägungsgrund 18 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II, in dem es wie folgt heißt: „Angesichts der Anforderungen der Richtlinie 2014/65/EU und im Interesse des Anlegerschutzes sollten die Product-Governance-Vorschriften für alle auf den Primär- und Sekundärmärkten verkauften Produkte gelten, unabhängig von der Art des Produkts oder der erbrachten Dienstleistung und den an der Verkaufsstelle geltenden Anforderungen.. 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 für Kleinanleger vereinbar wären.“

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.

38. Insbesondere sollten Vertreiber 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. Vertreiber sollten ebenfalls entscheiden, welche Produkte (Bestandskunden 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.
39. In denselben allgemeinen Entscheidungsphasen sollten die Vertreiber prüfen, welche Vertriebsstrategien für die verschiedenen Kundengruppen verwendet werden sollten, einschließlich der Art und Weise, wie die Produkte vermarktet werden sollen. Insbesondere in Fällen, in denen Firmen beabsichtigen, Nudging-Verfahren und Techniken der digitalen Einbindung wie Gamification-Techniken<sup>23</sup> für den Vertrieb bestimmter Produkte anzuwenden, sollten die Vertreiber sorgfältig prüfen, ob der Einsatz solcher Techniken im besten Interesse der Kundengruppe wäre, für die die entsprechenden Strategien eingesetzt würden. Die Vertreiber sollten daher festlegen, für welche Kundengruppen solche Dienstleistungen auf der Grundlage der Charakteristika der Kunden oder potenziellen Kunden bereitgestellt werden kann. Bestimmte Gamification-Techniken (z. B. solche, die in Trading-Apps, eingesetzt werden, mit denen der (potenzielle) Kunde zu schädlichen Verhaltensweisen angeregt werden soll, z. B. zur Maximierung der Zahl der Geschäfte), werden jedoch niemals im Interesse des Kunden sein. Darüber hinaus können Nudging-Verfahren und Digital-Engagement-Praktiken zum Vertrieb von Produkten außerhalb ihres Zielmarkts beitragen. Bei der Bestimmung des Zielmarktes für ihre Dienstleistungen sollten Vertreiber auch besonders auf Fälle achten, in denen ein Bündel von Dienstleistungen für Kunden erbracht wird, wie etwa sowohl Ausführungsdienstleistungen als auch die Nebendienstleistung der Gewährung von Krediten, die es dem Kunden ermöglichen, das Geschäft durchzuführen.

---

<sup>23</sup> Bei Gamification-Techniken werden Spielelemente oder spielähnliche wettbewerbliche Elemente auf einen Nicht-Spiel-Kontext wie Finanzdienstleistungen übertragen. Beispiele für spielähnliche Elemente sind das Sammeln von Punkten oder Abzeichen, das Führen von Punktestand und Bestenlisten, die Anzeige von Leistungsdiagrammen, die Verwendung aussagekräftiger Geschichten oder Avatare, um die Nutzer einzubinden, oder die Einführung von Teamkollegen, um entweder Konflikte, Zusammenarbeit oder Wettbewerb hervorzurufen. Gamification ist eine Art der digitalen Engagement-Praxis, die genutzt werden kann; digitale Engagement-Praktiken beziehen sich wiederum darauf, wie aktiv Nutzer mit einer Softwareanwendung oder Plattform interagieren.

40. Sollte der Vertreiber, auf der Grundlage aller Informationen und Daten, über die er verfügt oder die durch Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen oder andere Quellen erhoben wurden, einschließlich der Informationen von Konzepturen, feststellen, dass ein bestimmtes Produkt niemals mit den Bedürfnissen und Merkmalen seiner Bestands- oder potenziellen Neukunden kompatibel sein wird, sollte er dieses Produkt nicht in seine Produktpalette aufnehmen (d. h. das Produkt, das wem und durch die Erbringung welcher Wertpapierdienstleistungen angeboten wird).

#### **Verhältnis zwischen den Produktüberwachungsanforderungen und der Beurteilung der Geeignetheit oder Angemessenheit**

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

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

42. 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 Ziffern 19 und 20), wobei die Zusammenlegung von zwei oder mehr Kategorien zu vermeiden ist (siehe Ziffer 16). 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, sowie den Detailgrad der von den Kunden eingeholten Informationen berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund sollten die Vertreiber sicherstellen, dass die Konzepte, die für die Definition der tatsächlichen Zielmärkte für Produkte verwendet werden, mit den Konzepten übereinstimmen, die im Zusammenhang mit den Regelungen zur Geeignetheit und Angemessenheit verwendet werden. Beispielsweise sollte der Vertreiber in Bezug auf die Zielmarktkategorie „Kenntnisse und Erfahrungen“ des Konzepteurs, die sich allgemein auf „einfache“, „durchschnittliche“ oder „fortgeschrittene“ Anleger beziehen kann, eine differenziertere Klassifizierung vornehmen, die mit seinen Regelungen zur Geeignetheit oder Angemessenheit in Einklang steht, wenn dies angesichts der Merkmale der Produkte angemessen ist; ein weiteres Beispiel wäre ein Vertreiber, der im Zusammenhang mit der Kategorie Risikotoleranz der Kunden die Bereitschaft der Kunden angibt, das Risiko eines Wertverlusts des Produkts um einen bestimmten Prozentsatz einzugehen. Wichtig ist dabei, dass Vertreiber bei der Definition des tatsächlichen Zielmarkts für Produkte einheitliche Begriffe und Definitionen verwenden und die Kohärenz zwischen den tatsächlichen Zielmärkten, die für Produkte mit homogenen Produktmerkmalen definiert wurden, sicherstellen sollten.

43. 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.
44. Der Vertreter hingegen muss den tatsächlichen Zielmarkt festlegen und dabei die vom Konzepteur gesetzten Grenzen des potenziellen Zielmarktes berücksichtigen. Vertreter 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 Vertreter um eine neue Firma handelt, die noch nicht über genügend konkrete Informationen über ihre eigenen Kunden verfügt). Vertreter 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.
45. Zu diesem Zweck sollten Vertreter eine sorgfältige Analyse der Eigenschaften ihres Kundenstamms durchführen, d. h. Bestandskunden und potenzielle Neukunden (zum Beispiel kann ein Vertreter Kunden mit Bankeinlagen haben, denen er Wertpapierdienstleistungen anbieten möchte). Vertreter 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, die als zweckdienlich erscheinen und verfügbar sind und aus anderen Quellen als durch die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erlangt wurden.
46. Der Vertreter sollte bei der Konkretisierung des Zielmarktes des Konzepteurs nicht von den darin getroffenen grundlegenden Entscheidungen abweichen. Vertreter 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 Vertreter 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 durch den Vertreter sollte bei komplexeren Produkten intensiver sein und kann bei einfacheren, gebräuchlicheren Produkten weniger intensiv ausfallen. Um eine ordnungsgemäße Prüfung solcher komplexeren Produkte zu gewährleisten, sollten die Vertreter zudem bestimmen, ob sie neben der Zielmarktbeschreibung des Konzepteurs Zugang zu zugrunde liegenden Bewertungen wie den Ergebnissen der Szenario- und Gebührenstrukturanalysen des Herstellers benötigen. Kommt der Vertreter im Rahmen des Prozesses zu dem Ergebnis, dass der Zielmarkt des

Konzepteurs nicht verfeinert werden muss, kann er dessen Zielmarkt unverändert übernehmen.

47. Vertreiber können überdies beschließen, den Zielmarkt zu definieren, indem sie für einige Produkte einen Cluster-Ansatz anwenden, der mit den in den Ziffern 27 bis 30 dargelegten Grundsätzen der Gewährleistung eines ausreichenden Maßes an Granularität im Einklang steht. Zum Beispiel, um sicherzustellen, dass nur OGAW mit hinreichend vergleichbaren Merkmalen für die Bestimmung des Zielmarktes in Gruppen zusammengefasst werden, könnten beispielsweise die Art der Anlageklassen, in die der OGAW investiert, seine Anlagestrategie, Risiken, Gebührenstruktur (z. B. Höhe und Art der Kosten), etwaige Hebelwirkungen usw. als Unterscheidungsmerkmale dienen. Diese Faktoren sollten kumulativ verwendet werden.
48. In der Regel erfolgt die Zielmarktbestimmung des Vertreibers, nachdem der Konzepteur ihm seinen Zielmarkt mitgeteilt hat. Es ist jedoch möglich, dass Konzepteur und Vertreiber sowohl den Zielmarkt des Konzepteurs als auch den Zielmarkt des Vertreibers gleichzeitig festlegen und ggf. auch die Überprüfung und Verfeinerung gleichzeitig durchführen. Dies könnte beispielsweise der Fall sein, wenn der Konzepteur und der Vertreiber für die Produkte, die ihrer Geschäftsbeziehung zugrunde liegen, gemeinsam einen Zielmarktstandard entwickeln. Sowohl der Konzepteur als auch der Vertreiber tragen weiterhin die Verantwortung für ihre Verpflichtung zur Identifizierung eines Zielmarktes, wie sie in der MiFID II und der Delegierten Richtlinie zur MiFID II 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 Vertreiber muss sicherstellen, dass die Produkte nur dann angeboten oder empfohlen werden, wenn dies im Interesse des Kunden ist.
49. Bei der Definition ihrer Produktpalette sollten Vertreiber 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 Vertreiber 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**

50. Die Identifizierung des Zielmarktes durch den Vertreiber sollte ebenfalls in einer angemessenen und verhältnismäßigen Art und Weise geschehen, bei der die Natur des Produktes und die Darlegungen in den Ziffern 23 bis 31 berücksichtigt werden.

51. 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 Vertreiber: Zusammenspiel mit Wertpapierdienstleistungen**

52. Wie vorstehend erwähnt, müssen Vertreiber 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 50), sondern auch die Art der Wertpapierdienstleistungen, die Firmen erbringen, berücksichtigt werden.
53. 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.
54. Es wird deshalb davon ausgegangen, dass Vertreiber 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 Vertreiber 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 19 Buchstabe b). Wenn diese Vertreiber ausschließlich Ausführungsdienstleistungen im Rahmen reiner Ausführungsgeschäfte erbringen, ist in der Regel nicht einmal die

Beurteilung von Kenntnissen und Erfahrungen der Kunden möglich.<sup>24</sup> Vor diesem Hintergrund sollten Firmen besonderes Augenmerk auf die vom Konzepteur vorgeschlagene Vertriebsstrategie legen (siehe Ziffern 33, 59 bis 61).

55. 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. völlig fehlende 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).
56. 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. Wie in Ziffer 60 erwähnt, sollte diese Entscheidung in jedem Fall stets auf der Berücksichtigung der Merkmale des Produkts (z. B. in Bezug auf Kosten/Komplexität) sowie auf anderen relevanten Aspekten (wie dem Auftreten von Interessenkonflikten bei Eigenplatzierung oder Anreizen) beruhen. Daher sollten Produkte nicht im Rahmen von beratungsfreien Verkäufen vertrieben werden, wenn der Vertreiber vernünftigerweise nicht erwarten kann (d. h. ex ante), dass es die Vertriebsstrategie für das Produkt (einschließlich seiner Marketing- und Informationsstrategie) im Allgemeinen ermöglicht, den identifizierten Zielmarkt zu erreichen. Ebenso entbindet eine Warnung, dass die Firma nicht in der Lage ist, die vollständige Kompatibilität eines Kunden mit einem Produkt zu beurteilen, die Firma nicht von der Verpflichtung, Produkte zu überprüfen,

---

<sup>24</sup> Wie bereits weiter oben erläutert (siehe Ziffer 45), könnten Vertreiber bei der Bestimmung des Zielmarktes zusätzlich zu den Informationen, die durch Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erhoben wurden, alle weiteren Informationen und Daten verwenden, die vernünftigerweise als zweckdienlich erscheinen und ihnen eventuell zur Verfügung stehen und aus anderen Quellen erhoben 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.

wobei auch etwaige Verkäufe außerhalb des Zielmarkts zu berücksichtigen sind (siehe auch Ziffer 72).

57. 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**

58. Der Vertreiber sollte die vom Konzepteur identifizierte Vertriebsstrategie berücksichtigen und sie mit einem kritischen Auge überprüfen. Letztlich sollte der Vertreiber jedoch seine 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.
59. Angesichts der Art des Produkts und der Wertpapierdienstleistung sollten die Vertreiber die vom Konzepteur festgelegte Vertriebsstrategie unter Berücksichtigung der Merkmale des Kundenstamms des Vertreibers verfeinern. Insbesondere dann, wenn der Vertreiber bei einer solchen Verfeinerung der Ansicht ist, dass ein komplexeres Produkt mit einem relativ engen Zielmarkt auch im Rahmen von beratungsfreien Dienstleistungen vertrieben werden kann, sollte er zusätzliche Maßnahmen ermitteln, um sicherzustellen, dass die Vertriebsstrategie mit dem Zielmarkt des Produkts kompatibel ist. In diesen Fällen sollten die Vertreiber unter anderem folgende Aspekte berücksichtigen:
- welche Marketingstrategie für das Produkt angewandt werden sollte (z. B. aktives Marketing, Einsatz von Nudging- und/oder Gamification-Techniken, „Finfluencer“<sup>25</sup> usw.). Beispielsweise könnte sich ein Vertreiber dafür entscheiden, ein komplexeres Produkt nur auf Anfrage des Kunden zur Verfügung zu stellen und es nicht aktiv zu vermarkten bzw. beim Vertrieb eines solchen Produkts an seine Kunden nicht auf etwaige Gamification-Techniken oder Finfluencer zurückzugreifen, und
  - ob und wie das Produkt bei den Auswahlmöglichkeiten des Kunden angezeigt werden sollte. Beispielsweise könnte ein Vertreiber beschließen, ein komplexeres Produkt nicht an prominenter Stelle auf der Website oder an der Spitze der Suchergebnisse eines Kunden anzuzeigen, oder festlegen, ein solches Produkt nur dann anzuzeigen, wenn der Kunde dies ausdrücklich verlangt.

---

<sup>25</sup> Ein Influencer ist in der Regel eine Person, die in den sozialen Medien aktiv ist und

- die Kaufentscheidungen anderer aufgrund ihrer Autorität, ihres Wissens, ihrer Position oder der Beziehung zu ihrem Publikum beeinflussen kann sowie
- eine Fangemeinde in einer bestimmten Nische hat, mit der sie sich aktiv austauscht. Die Größenordnung der folgenden Elemente hängt von der Bedeutung des Nischenthemas ab.

Im Falle eines „Finfluencers“ generiert der Influencer Inhalte zu Themen im Finanzbereich wie etwa Anlagen.

60. Insbesondere könnte der Vertreiber im Zuge 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 Vertreiber trotzdem entscheiden, dass die Charakteristika 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.
61. Umgekehrt gilt, dass sich der Vertreiber 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 Vertreiber dieses Produkt einem spezifischen Kundensegment trotzdem in Form von Ausführungsdienstleistungen zugänglich machen. In diesen Situationen erwartet die ESMA, dass der Vertreiber 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 Vertreiber berücksichtigen kann (wie in den Ziffern 32 und 33 beschrieben), gemeldet werden.

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

62. Bei der Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen, bei denen ein Portfolioansatz angewandt wird, und wenn Portfolioverwaltung gegenüber dem Kunden erbracht wird, kann der Vertreiber Produkte für die 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. Verkäufe außerhalb des positiven Produktzielmarkts können auch im Zusammenhang mit den Nachhaltigkeitszielen des Produkts erfolgen, sofern der Ansatz mit dem in den ESMA-Leitlinien zur Geeignetheit dargelegten Ansatz im Einklang steht<sup>26</sup>.
63. Die Identifizierung eines Zielmarktes durch den Vertreiber 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

---

<sup>26</sup> Ziffer 88 der ESMA-Leitlinien zur Geeignetheit (ESMA35-43-3172).

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

64. Die Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen mit Portfolioansatz oder Portfolioverwaltung entbindet die Firma nicht von der Festlegung eines Zielmarktes für jedes zu vertreibende Produkt und von der Überwachung von Abweichungen vom Zielmarkt, um sicherzustellen, dass Produkte nur dann außerhalb des Zielmarktes vertrieben werden, wenn dies aus Gründen der Diversifizierung oder Absicherung gerechtfertigt werden kann. In diesem Sinne können Abweichungen von den Zielmarktkategorien „Kundentyp“ und „Kenntnisse und Erfahrung der Kunden“ nicht damit begründet werden, dass sie der Diversifizierung und dem Hedging dienen. Im Falle der Portfolioverwaltung kann jedoch angesichts der spezifischen Art der Dienstleistung beim Niveau der „Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden“ des Zielmarktes der in den ESMA-Leitlinien zur Geeignetheit beschriebene Ansatz berücksichtigt werden.<sup>27</sup>
65. 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.
66. 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 Ziffern 80-88).

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

67. Gemäß Artikel 16 Absatz 3 der MiFID II und Artikel 9 und 10 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II müssen Konzepteur und Vertreiber die Produkte regelmäßig überprüfen, um einzuschätzen, ob ein Produkt immer noch im Einklang mit den Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen, einschließlich etwaiger Nachhaltigkeitsziele, des identifizierten Zielmarktes steht und ob die beabsichtigte Vertriebsstrategie immer noch angemessen ist.
68. Die Firmen sollten sowohl quantitative als auch qualitative Kriterien heranziehen, um Produkte mit Blick auf ihre Merkmale (z. B. Änderungen der Risikofaktoren des Produkts, Anlagestrategie, Kostenstruktur (z. B. Höhe und Art der Kosten)), Marktbedingungen (z. B. ungünstige Marktbedingungen, regulatorische Entwicklungen) und Vertrieb (z. B. Beschwerden von Kunden, Verkäufe außerhalb des Zielmarkts, Ergebnisse von Kundenbefragungen, Handelsverhalten von Online-Kunden) zu überprüfen. Die Firmen

---

<sup>27</sup> Insbesondere wird im zweiten Aufzählungspunkt von Ziffer 38 der ESMA-Leitlinien zur Geeignetheit Folgendes erläutert: „(...) Bei der Portfolioverwaltung, bei der die Wertpapierfirma im Namen des Kunden Anlageentscheidungen trifft, sind die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden in Bezug auf alle Finanzinstrumente, aus denen sich das Portfolio zusammensetzen kann, möglicherweise weniger detailliert als bei der Anlageberatung. Dennoch sollte der Kunde auch in solchen Situationen zumindest die Gesamtrisiken des Portfolios verstehen und über ein allgemeines Verständnis der Risiken verfügen, die mit den einzelnen Arten von Finanzinstrumenten verbunden sind, die in das Portfolio aufgenommen werden können. Die Unternehmen sollten sich ein klares Bild vom Anlageprofil des Kunden machen und dieses kennen.“

sollten die Häufigkeit und Tiefe der Produktüberprüfungen unter Berücksichtigung der Art des Produkts und gegebenenfalls der Dienstleistung festlegen. Beispielsweise können bei bestimmten einfacheren Produkten, die im Rahmen der Ausnahme der reinen Ausführung vertrieben werden, Produktprüfungen seltener stattfinden und weniger tiefgehend sein, und Ad-hoc-Überprüfungen können in solchen Fällen weitgehend durch Kundenbeschwerden und/oder Marktereignisse ausgelöst werden, die das Risiko-Rendite-Profil des Produkts erheblich beeinflussen. Ein Konzepteur, der ein Wertpapiere emittierendes Unternehmen bei der Einführung eines neuen Produkts beraten hat, kann auch die Überprüfungspflicht für dieses Produkt in verhältnismäßiger Weise anwenden, unabhängig davon, ob es sich um ein einfacheres oder ein komplexeres Produkt handelt.

69. Konzepture sollten nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit überlegen, welche Informationen sie brauchen, um ihre Überprüfung abzuschließen, und wie sie diese Informationen erheben. In Einklang mit Erwägungsgrund 20 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II 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 verfügbar sein.
70. Um Überprüfungen der Konzepture zu unterstützen, müssen die Vertreiber ihnen Informationen zu Verkäufen sowie, soweit vorhanden, alle sonstigen relevanten Informationen, wie etwa die Ergebnisse der eigenen regelmäßigen Überprüfung des Vertreibers bereitstellen. Wenn Vertreiber über relevante Informationen zur Unterstützung der Überprüfungen durch die Konzepture verfügen, sollten sie diese dem Konzepteur proaktiv zukommen lassen und nicht nur auf Anfrage des Konzepteurs zur Verfügung stellen. 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 im Allgemeinen nicht für jedes Instrument oder jeden Verkauf einzeln verfügbar sein. 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.
71. In Bezug auf die Meldung von Informationen zu Verkäufen außerhalb des Zielmarktes des Konzepteurs sollten die Vertreiber 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 65 zu berücksichtigen sind.

72. Für die Zwecke ihrer eigenen Überprüfung sollten die Vertrieber bestimmen, welche Informationen sie benötigen, um zuverlässige Schlussfolgerungen ziehen zu können, ob Produkte an den identifizierten Zielmarkt vertrieben wurden. Um entsprechende zuverlässige Schlussfolgerungen ziehen zu können, müssen die Firmen möglicherweise weitere Informationen über ihre Kunden einholen. Darüber hinaus sollten die Firmen ihre Vertriebsstrategie für komplexere Produkte, die im Rahmen beratungsfreier Verkäufe vertrieben werden, überdenken, wenn die Überprüfung beispielsweise zeigt, dass solche Produkte zu oft außerhalb des positiven Zielmarkts (oder sogar außerhalb des negativen Zielmarkts) vertrieben werden.
73. Vertrieber sind zur Überprüfung von Produkten verpflichtet, solange diese angeboten, verkauft oder empfohlen werden. Wenn beispielsweise ein Vertrieber ein Produkt nicht mehr anbietet<sup>28</sup>, verkauft oder empfiehlt<sup>29</sup>, ist er nicht mehr verpflichtet, den Zielmarkt dieses Produkts zu überprüfen, obwohl ein Kunde möglicherweise noch Anlagen in diesem Produkt hält. Wenn ein Vertrieber seinen Kunden empfiehlt, ein Produkt, das er nicht mehr anbietet oder verkauft, zu halten, sollte er dennoch eine Überprüfung des Zielmarkts dieses Produkts vornehmen, bevor er diese Empfehlung abgibt.

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

74. Von Firmen, die Produkte vertreiben, die von Unternehmen konzipiert werden, die nicht den MiFID II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegen, wird erwartet, dass sie die erforderliche Sorgfaltsprüfung durchführen, sodass sie ihren Kunden ein angemessenes Maß an Dienstleistungen und Schutz bieten können, das mit dem vergleichbar ist, wenn das Produkt unter Beachtung der MiFID II-Produktüberwachungsanforderungen entwickelt wurde.
75. In den Fällen, in denen ein Produkt nicht unter Beachtung der MiFID II-Produktüberwachungsanforderungen konzipiert wurde (zum Beispiel im Falle von Produkten, 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>30</sup> (siehe Ziffer 42). 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 23).

---

<sup>28</sup>In diesem Zusammenhang hat der Begriff „Angebot“ einen breiten Anwendungsbereich und sollte im weiteren Sinne verstanden werden.

<sup>29</sup>Eine Firma empfiehlt einem Kunden ein Produkt, wenn sie einem Kunden empfiehlt, ein Produkt zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen.

<sup>30</sup>Siehe Artikel 10 Absatz 1 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II.

- Prozess der Informationsbeschaffung: Vertreiber 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>31</sup>. In den Fällen, in denen die relevanten Informationen nicht öffentlich zugänglich sind (zum Beispiel aus dem PRIIP-KID oder einem Prospekt), sollten diese zumutbaren Maßnahmen den Abschluss einer Vereinbarung mit dem 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>32</sup>. Informationen, die den Anforderungen der Prospekttrichtlinie, der Transparenzrichtlinie, der OGAW-Richtlinie, der AIFM-Richtlinie oder gleichwertigen Anforderungen eines Drittlandes entsprechen, sind zum Beispiel akzeptabel.

76. Die Verpflichtung, auf die in Ziffer 75 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>33</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.

77. 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**

78. Produkte, die vor dem 3. Januar 2018 konzipiert wurden und weiterhin an Anleger vertrieben werden, sollten in den Anwendungsbereich der für Vertreiber geltenden Produktüberwachungsanforderungen fallen; insbesondere gilt für sie die Anforderung, für jedes Produkt einen Zielmarkt zu identifizieren. In dieser Situation sollte der Vertreiber so vorgehen, als wäre der Konzepteur ein Unternehmen, das nicht den MiFID II-Produktüberwachungsanforderungen unterliegt. Wenn der Zielmarkt vom Konzepteur (freiwillig/auf Grundlage von Vertriebsvereinbarungen mit Vertreibern) gemäß diesen

---

<sup>31</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 2 Unterabsatz 3 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II.

<sup>32</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 2 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II.

<sup>33</sup> Siehe Artikel 10 Absatz 2 Unterabsatz 3 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II.

Leitlinien identifiziert wurde, könnte sich der Vertreiber nach einer sorgfältigen Prüfung auf diese Zielmarktidentifizierung verlassen.

79. 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 Produkt einen Zielmarkt zugewiesen haben. Der Vertreiber sollte diesen Zielmarkt anschließend bei seinem eigenen Prüfungsprozess berücksichtigen.

## **5.4 Leitlinien zu Themen, die sowohl für Konzepture als auch für Vertreiber relevant sind**

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

80. Die Firma muss überlegen, ob das Produkt mit bestimmten Zielkunden inkompatibel wäre („negativer“ Zielmarkt)<sup>34</sup>. Bei dieser Überlegung sollte die Firma die gleichen Kategorien und Grundsätze anwenden, die vorstehend in den Ziffern 14-22 und 42-49 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.
81. Bei Produkten, die Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen, sind die Firmen nicht verpflichtet, einen negativen Zielmarkt im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeitsziele zu identifizieren. Dies bedeutet, dass die Nachhaltigkeitsziele von Produkten nur dazu beitragen, einen „positiven“ Zielmarkt im Hinblick auf Kunden (Kundengruppen) mit kompatiblen Nachhaltigkeitszielen zu identifizieren. Dieselben Produkte könnten weiterhin an Kunden außerhalb dieses „positiven“ auf Nachhaltigkeitsziele bezogenen Zielmarktes vertrieben werden, sofern sie mit den Merkmalen der anderen in diesen Leitlinien definierten Zielmarktkategorien vereinbar sind<sup>35</sup>. Daher sollte die Firma bei Produkten, bei denen Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden, stets eine negative Zielmarktprüfung in Bezug auf die fünf Zielmarktkategorien (Art des Kunden, Kenntnisse und Erfahrung, finanzielle Situation, Risikotoleranz sowie Ziele und Bedürfnisse) durchführen, dabei

---

<sup>34</sup> Siehe Artikel 9 Absatz 9 und Artikel 10 Absatz 2 der Delegierten Richtlinie zur MiFID II.

<sup>35</sup> Erwägungsgrund 7 der Delegierten Richtlinie (EU) 2021/1269 lautet wie folgt: „Um sicherzustellen, dass Finanzinstrumente mit Nachhaltigkeitsfaktoren auch für Kunden ohne Nachhaltigkeitspräferenzen leicht verfügbar bleiben, sollten Wertpapierfirmen nicht verpflichtet werden, Kundengruppen zu ermitteln, mit deren Bedürfnissen, Merkmalen und Zielen das Finanzinstrument mit Nachhaltigkeitsfaktoren nicht vereinbar ist.“

jedoch nicht die nachhaltigkeitsbezogenen Ziele der Produkte berücksichtigen. Dadurch soll beurteilt werden, ob diese anderen Zielmarktaspekte mit bestimmten Kunden unvereinbar sein könnten, z. B. wenn das Produkt, bei dem Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigt werden, ein risikoreiches Produkt betrifft, das für Kunden mit einem langfristigen Anlagehorizont bestimmt ist, die bereit und in der Lage sind, ihren Anlagebetrag zu verlieren (in diesem Fall wäre das Produkt nicht mit Kunden mit einer geringen Risikotoleranz kompatibel, unabhängig davon, ob ihre Nachhaltigkeitspräferenzen mit den Nachhaltigkeitszielen des Produkts vereinbar sind oder nicht).

82. Einige der Zielmarkteigenschaften, 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.
83. 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).
84. 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 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.
85. 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 erwartet, dass sie fundierter als eine Begründung für einen Verkauf außerhalb des positiven Zielmarktes ist.
86. 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 einer Eigenplatzierung) 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 Produkt, das in einer „Grauzone“, also zwischen dem positiven und dem negativen Zielmarkt, liegt, erlauben.

87. 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), berücksichtigt er eine solche Information im Zuge seiner regelmäßigen Prüfung der angebotenen Produkte und damit verbundenen Dienstleistungen. 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.
88. Abweichungen vom Zielmarkt (außerhalb des positiven oder innerhalb des negativen Zielmarktes), die für den Produktüberwachungsprozess des Konzepteurs von Relevanz sein könnten (insbesondere wiederholte Abweichungen), sollten dem Konzepteur unter Berücksichtigung der Ausnahmen nach Ziffer 65 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*

89. Die Anforderungen in Artikel 16 Absatz 3 und Artikel 24 Absatz 2 der MiFID II gelten für Dienstleistungen und Produkte, die für Kleinanleger und professionelle Kunden konzipiert und/oder an diese vertrieben werden. Gleichzeitig wird in diesen Artikeln festgelegt, 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 19 Buchstabe a verwiesen wird.

90. Wenn professionelle Kunden oder geeignete Gegenparteien ein Produkt mit der Absicht kaufen, dieses an andere Kunden weiterzuverkaufen, wenn sie also als Glied in der Vermittlungskette tätig sind, dann sollten sie nicht als „Endkunden“ betrachtet werden.
91. In einem solchen Fall würde der professionelle Kunde (oder die geeignete Gegenpartei) als Vertreiber handeln und sollte deshalb die für Vertreiber geltenden Produktüberwachungsanforderungen beachten.
92. 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 im Einklang mit ihren Pflichten als Vertreiber neu prüfen. Wenn die geeignete Gegenpartei anschließend Änderungen am Produkt vornimmt, bevor sie es weiterverkauft, wird die Partei wahrscheinlich den Produktüberwachungsregelungen sowohl für Konzepture als auch für Vertreiber unterliegen.

Professionelle Kunden als Endkunden

93. Das MiFID-Rahmenwerk zur Kundenkategorisierung stimmt die Kundenschutzmechanismen mit den Bedürfnissen jeder Kundenkategorie ab (d. h. Kleinanleger, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien).
94. 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>36</sup>. Nichtsdestotrotz unterscheidet die MiFID II 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 Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, die mit denen der geborenen professionellen Kunden vergleichbar sind.
95. 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>37</sup>. Die unterschiedliche Herangehensweise sollte beispielsweise die Unterschiede in den Kenntnis- und Erfahrungsprofilen dieser unterschiedlichen Kundenkategorien widerspiegeln.
96. 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.

---

<sup>36</sup> Siehe Anhang II zur MiFID II.

<sup>37</sup> Siehe Abschnitt II.1 Unterabsatz 2 des Anhangs II der MiFID II.

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.