



Foto: istockphoto | Stephan Hoerold

Für jedes Produkt der passende Kunde

Die alte Aufgabenteilung zwischen Emittent und Vertrieb erscheint dem Gesetzgeber nicht mehr zeitgemäß. Künftig muss schon der Produktgeber einen Zielmarkt für sein Anlageinstrument im Detail definieren. Welche Pflichten daraus für den Berater folgen, ist noch nicht abzusehen

von Elton Mikulic, Rechtsanwalt bei Otto Mittag Fontane

Emittenten entwickeln die Finanzprodukte und Anlageberater prüfen diese hinsichtlich der Eignung für ihre Beratungskunden, wobei sie zunächst einmal deren individuelle Bedürfnisse feststellen. Diese klar definierte Aufgabenteilung scheint den Gesetzgebern nicht mehr angemessen zu sein. Studien legen nahe, dass Anleger auf dem europäischen Kapitalmarkt weiterhin zu oft für sie ungeeignete Finanzprodukte erwerben. Folglich hat die MiFID-II-Richtlinie neue Vorgaben für Produkthersteller und Vertriebsträger postuliert, die in Zukunft erkannte Missstände vorbeugen sollen, und hierzu den unscheinbaren Begriff „Zielmarkt“ eingeführt, der für die gesamte Finanzbranche noch nicht vollständig absehbare Konsequenzen haben wird.

Zielmarkt in die Beratung einbeziehen

Die entsprechenden Vorschriften finden sich in MiFID II Art. 24 Abs. 2 (Allgemeine Grundsätze) und Art. 16 Abs. 3 (Organisatorische Anforderungen). Hiernach müssen Produkthersteller (Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente zum Verkauf an Kunden konzipieren) dafür sorgen, dass diese Finanzinstrumente so ausgestaltet sind, dass sie den Bedürfnissen eines bestimmten Zielmarktes von Endkunden entsprechen und die gewählte Vertriebsstrategie mit diesem Zielmarkt vereinbar ist. Dabei müssen sie zumutbare Schritte unternehmen, um sicherzustellen, dass diese Produkte

nur an den gewählten Zielmarkt vertrieben werden. Vertriebsträger hingegen (Wertpapierfirmen, die Finanzinstrumente zum Verkauf anbieten oder empfehlen) müssen diese Finanzinstrumente verstehen,



Elton Mikulic,
Otto Mittag Fontane, Frankfurt am Main

ihre Vereinbarkeit mit den Bedürfnissen der Kunden beurteilen und dabei auch den vom Produkthersteller bestimmten Zielmarkt berücksichtigen. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Vorgaben im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes vom 3. Juli 2015 bereits durch die Einfügung der neuen §§ 33 Abs. 3b bis 3d Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) umgesetzt, die am 3. Januar 2017 in Kraft treten sollen. Leider hat die Europäische Kommission darauf verzichtet, die Vorgaben zum Zielmarkt näher zu

konkretisieren. Der deutsche Gesetzgeber hingegen hat in § 33 Abs. 4 WpHG vorgesehen, dass das Bundesfinanzministerium die organisatorischen Anforderungen durch Rechtsverordnung näher bestimmen kann.

Kriterien zur Kundenbestimmung

Produkthersteller werden sich in Zukunft vor der Emission eines Produkts nun überlegen müssen, wie die typischen Bedürfnisse einer bestimmten Gruppe von Endkunden aussehen müssten, damit sie diese Gruppe als Zielmarkt für das konkrete Produkt definieren können. Hierzu müssen sie in einem internen Produktgenehmigungsverfahren, das regelmäßig zu überprüfen ist, für jedes Finanzinstrument einen Zielmarkt und eine Vertriebsstrategie bestimmen. Der Zielmarkt muss sich dabei immer auf eine Gruppe von Endkunden eines Finanzinstruments innerhalb einer Kundengattung beziehen. Folglich reicht die in der MiFID angelegte Unterteilung in Privatkunden und professionelle Kunden nicht aus, sondern es müssen zusätzliche Teilmengen von Kunden gebildet werden. Dies wirft die schwierige Frage auf, anhand welcher Merkmale und Kriterien ein Produkthersteller die Bedürfnisse potenzieller Kundengruppen zu analysieren und auszuwerten hat. § 33 Abs. 3b WpHG gibt hierfür Anhaltspunkte. So sollen einerseits der Anlagehorizont des Kunden, andererseits seine Fähigkeit, Verluste tragen zu können,

maßgeblich berücksichtigt werden. Darüber hinaus schweigen sich das Gesetz und die MiFID-II-Vorschriften zu der Frage aus, welche weiteren Kriterien noch in Frage kommen. Hier hilft ein Vergleich mit den Explorationspflichten und der erforderlichen Geeignetheitsprüfung gemäß § 31 Abs. 4 WpHG weiter. Ziel des Produktgenehmigungsverfahrens ist es, bereits im Vorfeld des Vertriebs die Gefahr zu reduzieren, dass Anlageberater bei der Durchführung der Geeignetheitsprüfung Fehler begehen, die zu einer Anlage des Kunden in ein für ihn ungeeignetes Finanzprodukt führen. Daher ist es naheliegend, die Kriterien der Geeignetheitsprüfung, die in § 6 der Wertpapierdienstleistungs-, Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) näher spezifiziert sind, auch zur Grundlage einer Kategorisierung von Zielmärkten zu nutzen. Hierzu gehören neben den entsprechend dem Wortlaut im Gesetz prioritär zu gewichtenden Kriterien „Anlagehorizont“ und „Risikotragfähigkeit“ auch „Kenntnisse und Erfahrungen“ des Kunden, sein „Einkommen und Vermögen“ sowie seine „Ausbildung und relevante berufliche Tätigkeit“.

Als Richtschnur für die Feinheit, mit der ein Zielmarkt bestimmt werden muss, lässt sich festhalten: Je komplexer und risikoreicher eine Anlage, desto detaillierter müssen die Bedürfnisse des Kundenkreises erarbeitet werden. Abschließend müssen sich Produkthersteller überlegen, welcher Vertriebsweg für das Produkt und den gewählten Zielmarkt am geeignetsten erscheint.

Vertriebseigene Definitionen nötig?

Sowohl der Wortlaut der MiFID II als auch der neu eingeführten §§ 33 Abs. 3 b – d WpHG sind nicht eindeutig hinsichtlich der Frage, in welcher Weise die Vertriebs-

träger in den Prozess des Produktherstellungsverfahrens eingebunden sind. Zu den Vertriebsträgern gehören alle Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die ein bestimmtes Produkt vertreiben oder empfehlen (WpHG) bzw. anbieten oder empfehlen (MiFID II). Die ESMA hat im Final Report zu ihrem Technical Advice (EMSA/2014/1569) ausdrücklich betont, dass hierzu nicht nur Anlageberater gehören. Dies würde z.B. bedeuten, dass sich auch Anlagevermittler

Wichtige Fragen wie die Pflicht zu einer fortlaufenden Beobachtung und Anpassung des Zielmarkts bleiben offen

und in dem Bereich Execution-Only tätige Unternehmen zukünftig auf ein gesteigertes Pflichtenprogramm einstellen müssen. Eindeutig ist jedenfalls, dass Vertriebsträger verpflichtet sind, die Merkmale und den Zielmarkt des betreffenden Finanzinstruments zu verstehen und die Vereinbarkeit des Produkts mit den Bedürfnissen ihrer Kunden unter Berücksichtigung dieses vorgegebenen Zielmarktes zu beurteilen.

Umstritten ist aber noch, ob Vertriebsträger schlicht den vorgegebenen Zielmarkt und den Vertriebsweg übernehmen dürfen oder ob sie eigene Zielmärkte und Vertriebswege definieren müssen. Der Gesetzeswortlaut gibt das nicht unbedingt her, aber die ESMA scheint in ihrem Final Report von dem Grundsatz auszugehen, dass eine eigene Zielmarktdefinition notwendig ist.

Auch die Frage, ob ein Vertrieb außerhalb des vom Produkthersteller vorgegebenen Zielmarkts und Vertriebswegs aufsichtsrechtlich zulässig ist, ist nicht eindeutig

entschieden. Art. 24 Abs. 2 Unterabsatz 2 MiFID II spricht lediglich davon, dass beim Vertrieb der vorgegebene Zielmarkt zu „berücksichtigen“ ist. Die deutschen Umsetzungsvorschriften enthalten zu diesem Punkt überhaupt keine Stellungnahme. Zumindest wird man sagen können, dass das Ergebnis einer von einem Anlageberater ordnungsgemäß nach § 31 Abs. 4 WpHG vorgenommenen Geeignetheitsprüfung Vorrang hat vor einer typisierten Zielmarktvorgabe des Produktherstellers. Denn der Anlageberater kann seinen Kunden und dessen Bedürfnisse konkreter feststellen.

Fazit: Vorschnell umgesetzt

Die Zielmarktbestimmungen der MiFID II und die deutschen Umsetzungsvorschriften werfen mehr Fragen auf, als sie Antworten geben. Insbesondere die Stellung des Vertriebsträgers im Produktherstellungsverfahren, sein eigenes Pflichtenprogramm beim Vertrieb und die Frage, welche Unternehmen außer Anlageberatern überhaupt unter den Begriff des Vertriebsträgers fallen können, sind weder durch die Formulierungen der MiFID II noch durch die deutschen Umsetzungsnormen eindeutig definiert.

Es bleibt hier nur zu hoffen, dass entweder das Bundesministerium der Finanzen durch eine Ergänzung der WpDVerOV mehr Klarheit schafft oder der Gesetzgeber selbst sich zu einer Überarbeitung der betreffenden Vorschriften durchringt. Ferner bedingt der umfängliche Kriterienkatalog für die Definition eines Zielmarkts und die dürftigen gesetzgeberischen Vorgaben, dass ein einheitlicher Marktstandard nur durch die bereits laufenden Anstrengungen der beteiligten Branchenverbände erreicht werden kann. Hinzu kommt noch eine Reihe weiterer offener Fragen wie z.B. die Pflicht zur fortlaufenden Beobachtung und eventueller Anpassung des Zielmarkts und des Vertriebswegs während der Produktlaufzeit.

Sollte es jemals einen Preis für das unausgegorenste und vorschnell unzulänglich umgesetzte europäische Gesetzgebungsprojekt geben, die Zielmarktvorschriften der MiFID II hätten ihn auf jeden Fall verdient.

* Dies ist ein externer Beitrag. Der Inhalt gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.

Produktgenehmigungsverfahren nach MiFID II (aktueller Stand)

Produkthersteller	Vertriebsträger
<ul style="list-style-type: none"> ■ Zielmarkt definieren 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Zielmarkt und Vertriebsweg verstehen und berücksichtigen
<ul style="list-style-type: none"> ■ Vertriebsweg festlegen 	<ul style="list-style-type: none"> ■ evtl. eigenen Zielmarkt und Vertriebsweg definieren
<ul style="list-style-type: none"> ■ Zielmarkt und Vertriebsweg laufend überprüfen, eventuell anpassen und an Vertriebsträger kommunizieren 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Geeignetheitsprüfung durchführen (Anlageberater)

Stand: Aug. 2015; Quelle: Otto Mittag Fontane