



European Securities and  
Markets Authority

# Richtsnoeren

voor productgovernanceverplichtingen van MiFID II



## Inhoudsopgave

I.	Toepassingsgebied.....	3
II.	Doel.....	3
III.	Definities .....	4
IV.	Naleving en rapportageverplichtingen .....	4
V.	Richtsnoeren voor de toepassing van de artikelen 16, lid 3 en 24, lid 2, van MiFID II .	5
V.1.	Algemeen .....	5
V.2.	Richtsnoeren voor ontwikkelaars .....	5
V.3.	Richtsnoeren voor distributeurs .....	9
V.4.	Richtsnoeren over onderwerpen die op zowel ontwikkelaars als distributeurs van toepassing zijn .....	18

## I. Toepassingsgebied

### Wie?

1. Deze richtsnoeren zijn van toepassing op:

- ondernemingen die aan een van de volgende vereisten moeten voldoen:
  - i. Artikel 9, lid 3, van Richtlijn 2014/65/EU <sup>1</sup> (MiFID II);
  - ii. Artikel 16, lid 3, MiFID II;
  - iii. Artikel 24, leden 1 en 2, MiFID II;
  - iv. Artikelen 9 en 10 van de gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie <sup>2</sup> (gedelegeerde richtlijn van MiFID II).
- bevoegde autoriteiten die toezicht houden op de bovenvermelde ondernemingen.

### Wat?

2. Deze richtsnoeren hebben betrekking op de in paragraaf 1 van deze richtsnoeren vermelde voorschriften, en met name de ontwikkeling of distributie van beleggingsproducten.

### Wanneer?

3. Deze richtsnoeren zijn van toepassing met ingang van 3 januari 2018.

## II. Doel

4. Deze richtsnoeren hebben tot doel meer duidelijkheid te scheppen ten aanzien van de in paragraaf 1 gespecificeerde productgovernanceverplichtingen voor ondernemingen.

5. ESMA verwacht dat deze richtsnoeren een grotere convergentie bij de tenuitvoerlegging en toepassing van de MiFID-II-voorschriften voor productgovernance zullen bevorderen. Naar verwachting van ESMA zullen beleggers beter worden beschermd door naleving van deze richtsnoeren. Bijlage V bevat ter illustratie een aantal voorbeelden. Deze voorbeelden maken geen deel uit van de richtsnoeren, maar dienen om ondernemingen en bevoegde autoriteiten te helpen begrijpen hoe de richtsnoeren worden toegepast.

---

<sup>1</sup> Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PB L 173 van 12.6.2014, blz. 349).

<sup>2</sup> Gedelegeerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen (PB L 87, 31.3.2017, blz. 500-517).

### III. Definities

6. Voor de toepassing van deze richtsnoeren gelden de volgende definities:

- „ondernemingen”: ondernemingen waarvoor de voorschriften van paragraaf 1 gelden, waaronder beleggingsondernemingen (in de zin van artikel 4, lid 1, onder 1, van MiFID II), met inbegrip van kredietinstellingen wanneer deze beleggingsdiensten verlenen en beleggingsactiviteiten verrichten (in de zin van artikel 4, lid 1, onder 2, van MiFID II), beleggingsondernemingen en kredietinstellingen wanneer zij producten verkopen of advies verlenen aan cliënten in verband met gestructureerde deposito's, icbe-beheermaatschappijen en externe abi-beheerders (in de zin van artikel 5, lid 1, onder a van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen <sup>3</sup>) indien zij individuele beleggingsportefeuilles beheren of nevendiensten verrichten (in de zin van artikel 6, lid 3, onder a) en b) van de icbe-richtlijn <sup>4</sup> en artikel 6, lid 4, onder a) en b) van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen);
- „beleggingsproduct”: een financieel instrument (in de zin van artikel 4, lid 1, punt 15 van MiFID II) of een gestructureerd deposito (in de zin van artikel 4, lid 1, punt 43 van MiFID II);
- „ontwikkelaar”: een onderneming die, gelet op overweging 15 en artikel 9, lid 1, gedelegeerde richtlijn van MiFID II, een beleggingsproduct ontwikkelt, inclusief het ontwerpen, creëren, ontwikkelen of uitgeven, ook wanneer zij zakelijke emittenten adviseert over het uitbrengen van een nieuw product;
- „distributeur”: gelet op overweging 15 en artikel 10, lid 1, gedelegeerde richtlijn van MiFID II, een onderneming die een beleggingsproduct en -dienst aan een cliënt aanbiedt, aanbeveelt of verkoopt.

### IV. Naleving en rapportageverplichtingen

#### Status van de richtsnoeren

7. Het onderhavige document bevat de richtsnoeren als bedoeld in artikel 16 van de ESMA-verordening. Artikel 16, lid 3, van de ESMA-verordening bepaalt dat bevoegde autoriteiten en financiëlemarktdeelnemers zich tot het uiterste inspannen om aan de richtsnoeren te voldoen.

---

<sup>3</sup> Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (PB L 174 van 01.07.2011, blz. 1).

<sup>4</sup> Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PB L 302 van 17.11.2009, blz. 32).

8. Bevoegde autoriteiten voor wie de richtsnoeren gelden, leven deze na door ze op te nemen in hun toezichtpraktijken, met inbegrip van specifieke richtsnoeren die primair gericht zijn op financiële marktdeelnemers.

### **Rapportageverplichtingen**

9. Bevoegde autoriteiten waarop deze richtsnoeren van toepassing zijn, dienen ESMA te laten weten of zij aan de richtsnoeren voldoen of voornemens zijn die op te volgen; indien zij er niet aan voldoen of niet voornemens zijn de richtsnoeren op te volgen, dienen zij ESMA daarvan in kennis te stellen, met opgave van de redenen, binnen twee maanden na de datum van publicatie van de richtsnoeren op de website van ESMA in alle officiële talen van de EU.
10. Ondernemingen hoeven niet aan ESMA te melden of zij aan deze richtsnoeren voldoen.

## **V. Richtsnoeren voor de toepassing van de artikelen 16, lid 3 en 24, lid 2, van MiFID II**

### **V.1. Algemeen**

11. Deze richtsnoeren dienen, overeenkomstig artikel 9, lid 1, tweede alinea, en artikel 10, lid 1, eerste alinea, gedelegeerde richtlijn van MiFID II, op passende en evenredige wijze te worden toegepast, rekening houdend met de aard van het beleggingsproduct, de beleggingsdienst en de doelmarkt voor het product.
12. Wanneer een onderneming zowel de ontwikkelaar als de distributeur van beleggingsproducten is, zijn de onderstaande richtsnoeren, voor zover relevant, van toepassing, zolang de onderneming aan alle toepasselijke verplichtingen van zowel de ontwikkelaar als de distributeur voldoet.

### **V.2. Richtsnoeren voor ontwikkelaars**

#### **Vaststelling van de potentiële doelmarkt door de ontwikkelaar: in aanmerking te nemen categorieën**

13. Ontwikkelaars dienen de potentiële doelmarkt niet alleen op grond van kwantitatieve criteria vast te stellen, maar daarbij ook voldoende kwalitatieve aspecten in aanmerking te nemen. Met name bij diensten voor de massamarkt kan het nodig zijn om processen te automatiseren, en deze automatisering is doorgaans gebaseerd op formules of algoritmische methoden die kwantitatieve criteria voor producten en cliënten verwerken. Dergelijke numerieke gegevens worden doorgaans verkregen door middel van puntensystemen (bijvoorbeeld door productgegevens als volatiliteit van financiële instrumenten, kredietrating van emittenten, enz. te gebruiken, of door feitelijke gegevens naar numerieke systemen te „converteren”). Bij de vaststelling van de potentiële doelmarkt dienen ondernemingen niet alleen op dergelijke kwantitatieve criteria te vertrouwen, maar ook voldoende gewicht te geven aan kwalitatieve elementen.

14. Ontwikkelaars dienen bij de vaststelling van de doelmarkt voor hun beleggingsproducten de lijst categorieën in deze richtsnoeren als basis te gebruiken. De lijst categorieën is cumulatief: bij de beoordeling van de doelmarkt dient elke ontwikkelaar elk van deze categorieën te gebruiken. Daarbij analyseert de ontwikkelaar in hoeverre elke categorie relevant is voor een bepaald product, en stemt hij vervolgens de mate van vaststelling naar evenredigheid af op het type, de aard en andere kenmerken van het product (zoals beschreven in de paragrafen 18 tot en met 24 van de richtsnoeren).
15. Bij de specificatie/beschrijving van elk van deze categorieën houden ontwikkelaars rekening met het verband tussen de verschillende categorieën, aangezien zij allemaal bijdragen aan de vaststelling van de doelmarkt voor een bepaald product.
16. Ontwikkelaars mogen geen van de onderstaande categorieën uitsluiten. Indien deze vijf categorieën volgens de ontwikkelaar te beperkt zijn om een zinvolle doelmarkt vast te stellen, kunnen andere categorieën worden toegevoegd. Bij de beslissing of een aanvullende categorie moet worden gebruikt, kunnen ontwikkelaars rekening houden met de kenmerken van de informatiekkanalen met distributeurs. Zo kunnen ontwikkelaars, om de uitwisseling van informatie met distributeurs te vereenvoudigen en open architectuur te bevorderen, het gebruik van aanvullende categorieën beperken tot gevallen waarin zij noodzakelijk zijn om een zinvolle doelmarkt voor het product vast te stellen.
17. Ontwikkelaars moeten een potentiële doelmarkt vaststellen <sup>5</sup>. Aangezien zij doorgaans geen rechtstreeks contact hebben met cliënten, betekent dit overeenkomstig artikel 9, lid 9, tweede alinea, gedelegeerde richtlijn van MiFID II dat hun doelmarktidentificatie onder andere kan worden vastgesteld op basis van hun theoretische kennis van en ervaring met het product.
18. Ontwikkelaars dienen de volgende lijst van vijf categorieën te gebruiken:
  - (a) Het type cliënt voor wie het product bedoeld is: De onderneming dient te specificeren voor welk type cliënt het product bedoeld is volgens de categorisering van de MiFID II-richtlijn, dat wil zeggen of het een „niet-professionele cliënt”, een „professionele cliënt” en/of een „in aanmerking komende tegenpartij” is.
  - (b) Kennis en ervaring: De onderneming dient te specificeren welke kennis cliënten binnen de doelgroep moeten hebben van aspecten als: het relevante producttype, kenmerken van producten en/of kennis van thematisch verwante gebieden die helpen het product te begrijpen. Ondernemingen kunnen bijvoorbeeld bij gestructureerde producten met ingewikkelde rendementsprofielen specificeren dat de belegger binnen de doelgroep van beleggers dient te weten hoe dit soort producten werkt en wat de vermoedelijke resultaten daarvan zijn. Wat ervaring betreft kan de onderneming beschrijven hoeveel praktijkervaring de doelmarkt van cliënten dient te hebben met aspecten als: relevant producttype, relevante productkenmerken en/of ervaring in

---

<sup>5</sup> Zie artikel 9, lid 9, gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

thematisch verwante gebieden. De onderneming kan bijvoorbeeld specificeren dat cliënten een bepaalde tijd in financiële markten actief moeten zijn geweest. Kennis en ervaring kunnen in bepaalde gevallen van elkaar afhangen (dat wil zeggen dat beleggers met weinig of geen ervaring tot de cliënten binnen de doelgroep behoren als zij hun ontbrekende ervaring compenseren met gedetailleerde kennis).

- (c) Financiële situatie met een focus op het vermogen om verliezen te dragen: De onderneming dient te specificeren welk percentage verliezen cliënten binnen de doelgroep in staat en bereid moeten zijn te dragen (bijvoorbeeld van kleine verliezen tot volledig verlies), en of er bijkomende betalingsverplichtingen zijn die het geïnvesteerde bedrag kunnen overschrijden (bijvoorbeeld bijstorting van margin). Dit kan ook worden geformuleerd als een maximaal deel van de activa dat geïnvesteerd zou moeten worden.
  - (d) Risicotolerantie en verenigbaarheid van het risico/rendementsprofiel van het product met de doelmarkt: De onderneming dient te specificeren hoe cliënten binnen de doelgroep in het algemeen tegenover beleggingsrisico's staan. Basishoudingen tegenover risico dienen in categorieën te worden ingedeeld (bijvoorbeeld: „risico-georiënteerd of speculatief”, „evenwichtig”, „conservatief”) en duidelijk te worden beschreven. Aangezien verschillende ondernemingen in de keten verschillende benaderingen kunnen hebben bij het definiëren van risico's, dient de onderneming duidelijk aan te geven op grond van welke criteria een cliënt in een bepaalde categorie wordt ingedeeld. Ondernemingen dienen, waar van toepassing, de door de PRIIPS-verordening of de icbe-richtlijn vastgestelde risico-indicator te hanteren om aan dit vereiste te voldoen.
  - (e) Doelstellingen en behoeften van cliënten De onderneming dient te specificeren voor welke beleggingsdoelstellingen en -behoeften van cliënten binnen de doelgroep een product is ontworpen, waaronder hun bredere financiële doelstellingen of de algemene strategie die zij bij het beleggen volgen. Zo kan bijvoorbeeld worden verwezen naar de verwachte beleggingshorizon (aantal jaar dat de belegging wordt vastgehouden). Deze doelstellingen kunnen nader worden bepaald door de bijzondere aspecten van de investering en verwachtingen van cliënten binnen de doelgroep te specificeren. De specifieke doelen en behoeften van cliënten voor wie een product bedoeld is, kunnen variëren van specifiek tot meer algemeen. Zo kan een product zijn ontworpen om te voldoen aan de behoeften van een specifieke demografische leeftijd, om fiscale efficiëntie te bewerkstelligen afhankelijk van het land of de fiscale woonplaats van cliënten, of zijn ontworpen met speciale kenmerken om specifieke beleggingsdoelstellingen te bereiken, zoals „valutabescherming“, „groen beleggen“, „ethisch beleggen“, voor zover relevant.
19. Afhankelijk van de kenmerken van een specifiek ontwikkeld product, kan aan de hand van de beschrijving van een of meerdere van de bovenstaande categorieën een brede doelmarkt worden vastgesteld die tevens een kleinere groep kan omvatten. Als een product bijvoorbeeld verenigbaar wordt geacht met een doelmarkt die algemene relevante

kennis en ervaring heeft, zal het uiteraard verenigbaar zijn met een hoog kennis- en ervaringsniveau.

20. Om het risico van verkeerde interpretaties en misverstanden te vermijden, dienen ontwikkelaars de concepten en terminologie die zij bij het afbakenen van de doelmarkt aan de hand van de vijf bovenstaande categorieën gebruiken, duidelijk te definiëren.

### **Vaststelling van de potentiële doelmarkt: differentiatie op grond van de aard van het ontwikkelde product**

21. De doelmarkt dient, gelet op de aard van het beleggingsproduct, op passende en evenredige wijze te worden geïdentificeerd. Dit betekent dat bij de vaststelling van de doelmarkt rekening dient te worden gehouden met de kenmerken van het product, waaronder de complexiteit (inclusief de structuur van kosten en lasten), het risico/rendementsprofiel of de liquiditeit, of het innovatieve karakter daarvan.

22. Voor complexere producten, zoals gestructureerde producten met ingewikkelde rendementsprofielen, dient de doelmarkt dus nauwkeuriger te worden afgebakend. Voor eenvoudigere, meer gebruikelijke producten kan de doelmarkt waarschijnlijk minder nauwkeurig worden bepaald <sup>6</sup>:

- Voor bepaalde typen beleggingsproducten kan de ontwikkelaar de hierboven in paragraaf 18 vermelde doelmarktcategoryën vaststellen door een gemeenschappelijke aanpak te volgen voor financiële instrumenten van één type met voldoende vergelijkbare productkenmerken (bijvoorbeeld dankzij een externe benchmark, of omdat zij deel uitmaken van een segment van de effectenbeurs met bepaalde vereisten).
- Afhankelijk van het beleggingsproduct kan de beschrijving van een of meer van de bovenvermelde categorieën algemener zijn. Hoe eenvoudiger het product, des te minder nauwkeurig hoeft een categorie te zijn.

23. De doelmarkt dient in elk geval altijd te worden vastgesteld met een voldoende niveau van granulariteit, om te voorkomen dat daarbij groepen beleggers worden inbegrepen wier behoeften, kenmerken en doelstellingen niet met het product verenigbaar zijn.

24. Voor individuele cliënten specifiek op maat gemaakte producten is de doelmarkt van het product doorgaans de cliënt die het product heeft besteld, tenzij het product ook onder andere cliënten kan worden verspreid.

### **Koppeling tussen de distributiestrategie van de ontwikkelaar en zijn vaststelling van de doelmarkt**

---

<sup>6</sup> Zie overweging 19 van de gedelegeerde richtlijn van MiFID II.



25. Volgens artikel 16, lid 3, MiFID II moet de ontwikkelaar waarborgen dat de geplande distributiestrategie is afgestemd op de geïdentificeerde doelmarkt, en volgens artikel 24, lid 2, MiFID II, moet de ontwikkelaar redelijke stappen ondernemen om ervoor te zorgen dat de financiële instrumenten worden verspreid aan de geïdentificeerde doelmarkt. De ontwikkelaar definieert de distributiestrategie zodanig dat daardoor de verkoop van elk product op de bijbehorende doelmarkt wordt bevorderd. Dit houdt ook in dat indien de ontwikkelaar de distributeurs van zijn producten kan kiezen, hij zijn uiterste best doet om distributeurs te kiezen wier type cliënten en geboden diensten verenigbaar zijn met de doelmarkt van het product.
26. Bij de vaststelling van de distributiestrategie dient de ontwikkelaar vast te stellen in hoeverre de distributeur informatie van cliënten nodig heeft om de doelmarkt voor zijn product goed te beoordelen. Daarom dient de ontwikkelaar het type beleggingsdienst voor te stellen waarmee de cliënten binnen de doelgroep het financiële instrument zou moeten of kunnen verwerven. Als het product geschikt wordt geacht om zonder advies te worden verkocht, kan de onderneming ook het gewenste verwervingskanaal specificeren.

### **V.3. Richtsnoeren voor distributeurs**

#### **Timing en verband van de beoordeling van de doelmarkt door de distributeur met andere productgovernanceprocessen**

27. De doelmarkt (dat wil zeggen, de „werkelijke” doelmarkt van dat product) wordt door de distributeur vastgesteld als onderdeel van het algemene besluitvormingsproces ten aanzien van het gamma diensten en producten dat de distributeur in omloop zal brengen. De werkelijke doelmarkt dient in een vroeg stadium te worden afgebakend, wanneer het bedrijfsbeleid en de distributiestrategieën door het leidinggevend orgaan worden vastgesteld op een ex-ante-basis (dat wil zeggen, voordat met de dagelijkse activiteiten wordt begonnen).
28. Meer in het bijzonder dienen distributeurs van begin af aan onder eigen verantwoordelijkheid ervoor te zorgen dat de aan te bieden producten en de te leveren diensten in overeenstemming zijn met de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de cliënten binnen doelmarkt.
29. Het besluitvormingsproces ten aanzien van het universum van diensten en producten in combinatie met het vaststellingsproces van de doelmarkt, dient rechtstreeks invloed te hebben op de dagelijkse gang van zaken van de onderneming, aangezien de keuzen van het leidinggevend orgaan in de hele besluitvormingsketen en hiërarchie worden geïmplementeerd. Deze processen tezamen hebben een directe impact op de verenigbaarheid van de geboden producten en diensten en beïnvloeden alle andere relevante processen die samenhangen met de verleende diensten, met name de vaststelling van begrotingsdoelen en beloningsbeleid voor personeel.
30. Ondernemingen dienen met name te focussen op de beleggingsdiensten waarmee de producten aan hun respectieve doelmarkten worden aangeboden. In deze context

verwacht ESMA dat naar behoren rekening zal worden gehouden met de aard van de producten, door met name aandacht te besteden aan de producten gekenmerkt door complexiteit/risico of andere relevante eigenschappen (bijvoorbeeld illiquiditeit en innovatie)<sup>7</sup>. Als een distributeur bijvoorbeeld gedetailleerde informatie over een aantal cliënten heeft (bijvoorbeeld omdat hij hun reeds beleggingsadvies geeft), kan hij beslissen dat, gezien het risico/rendementsprofiel van een product, het belang van deze groep cliënten het best gediend wordt als zij van execution-diensten worden uitgesloten. Op vergelijkbare wijze kan de distributeur beslissen dat bepaalde niet-complexe producten die mogelijk onder de execution-only-regeling kunnen worden aangeboden, uitsluitend worden aangeboden indien aan de vereisten van passendheid en geschiktheid is voldaan, zodat aan cliënten een hogere mate van bescherming wordt geboden.

31. Meer in het bijzonder dienen distributeurs te beslissen welke producten zullen worden aanbevolen (ook via het verstrekken van vermogensbeheerdiensten) of aangeboden of actief worden gemarket aan bepaalde groepen cliënten (die gekenmerkt worden door dezelfde kenmerken wat kennis, ervaring, financiële situatie, enz. betreft). Distributeurs dienen ook te beslissen welke producten zij op initiatief van de cliënten ter beschikking stellen door middel van execution-diensten zonder actieve marketing, waarbij er rekening mee moet worden gehouden dat in dergelijke situaties mogelijk zeer weinig informatie over de cliënt beschikbaar is.
32. Hoe dan ook, indien de distributeur op grond van alle informatie en gegevens waarover hij beschikt, die hij door middel van beleggings- of nevendiensten of via andere bronnen heeft verzameld, inclusief de informatie die hij van de ontwikkelaar heeft ontvangen, oordeelt dat een bepaald product nooit verenigbaar zal zijn met de behoeften en kenmerken van bestaande of potentiële cliënten, mag hij het product niet in zijn productassortiment opnemen (dat wil zeggen, de producten die worden aangeboden, aan wie en door middel van welke beleggingsdiensten).

### **Verband tussen productgovernanceverplichtingen en beoordeling van geschiktheid of passendheid**

33. De verplichting van de distributeur om de werkelijke doelmarkt vast te stellen en ervoor te zorgen dat een product wordt gedistribueerd in overeenstemming met de werkelijke doelmarkt, wordt niet vervangen door een beoordeling van geschiktheid of passendheid, en moet worden uitgevoerd in aanvulling op en voorafgaand aan een dergelijke beoordeling. Meer in het bijzonder dienen voor een bepaald product de vaststelling van de doelmarkt en de bijbehorende distributiestrategie te waarborgen dat het product

---

<sup>7</sup> Dit is in lijn met overweging 18 van de gedelegeerde richtlijn van MiFID II, die het volgende verduidelijkt: „Rekening houdend met de in Richtlijn 2014/65/EU omschreven voorschriften en ter wille van de bescherming van de belegger moeten productgovernanceregels van toepassing zijn op alle producten die op primaire en secundaire markten worden verkocht, ongeacht het soort geleverde producten of diensten en de voorschriften die op dat verkooppunt van toepassing zijn. Deze regels mogen echter op evenredige wijze worden toegepast, afhankelijk van de complexiteit van het product en de mate waarin publiek beschikbare informatie kan worden verkregen, rekening houdend met de aard van het instrument, de beleggingsdienst en de doelmarkt. Evenredigheid betekent dat deze regels betrekkelijk simpel kunnen zijn voor bepaalde eenvoudige producten die alleen voor uitvoering worden gedistribueerd, wanneer deze producten verenigbaar zijn met de behoeften en kenmerken van de massaretailmarkt”.

terechtkomt bij het soort cliënten voor wier behoeften, kenmerken en doelstellingen het product is ontworpen, en niet bij andere groepen cliënten met wie het product mogelijk niet verenigbaar is.

### **Vaststelling van de doelmarkt door de distributeur: in aanmerking te nemen categorieën**

34. Distributeurs dienen bij de afbakening van de doelmarkt voor hun producten dezelfde lijst categorieën te gebruiken als die door ontwikkelaars wordt gebruikt (zie paragraaf 18). Distributeurs dienen de doelmarkt evenwel op een concreter niveau vast te stellen en rekening te houden met het type cliënten waaraan zij beleggingsdiensten verlenen, de aard van de beleggingsproducten en het soort beleggingsdiensten dat zij verlenen.
35. Aangezien de ontwikkelaar de potentiële doelmarkt moet specificeren op grond van zijn theoretische kennis en ervaring met een vergelijkbaar product, bepaalt hij de doelmarkt van het product zonder specifieke kennis van de individuele cliënten. Bij de beoordeling heeft de ontwikkelaar derhalve een algemenere kijk op hoe de kenmerken/aard van een product verenigbaar kunnen zijn met bepaalde typen beleggers, op grond van hun kennis van de financiële markten en hun ervaring met vergelijkbare producten. Zodoende worden op een abstracter niveau grenzen geïntroduceerd.
36. Aan de andere kant moet de distributeur de werkelijke doelmarkt specificeren, met inachtneming van de door de ontwikkelaar vastgestelde grenzen aan de potentiële doelmarkt. Distributeurs dienen hun doelmarkt te baseren op hun informatie en kennis van hun eigen cliëntenbestand en de informatie die zij (eventueel) van de ontwikkelaar hebben ontvangen, of informatie die de distributeur zelf heeft verzameld via deskresearch (met name indien de distributeur een nieuwe onderneming is die nog niet voldoende werkelijke informatie over haar eigen cliënten heeft). Distributeurs dienen de algemenere beoordeling van de doelmarkt door de ontwikkelaar samen met bestaande informatie over hun eigen of potentiële cliënten te gebruiken om een eigen doelmarkt voor een product vast te stellen, namelijk de groep cliënten waaraan zij het product via de verlening van hun diensten daadwerkelijk zullen aanbieden.
37. Met dit oogmerk dienen distributeurs de kenmerken van hun cliëntenbestand grondig te analyseren, dat wil zeggen, zowel bestaande als potentiële cliënten (zo kan een distributeur cliënten met bankdeposito's hebben aan wie hij beleggingsdiensten wil aanbieden). Distributeurs dienen alle daartoe redelijkerwijs bruikbaar geachte en beschikbare informatie en gegevens te gebruiken die tot hun beschikking staan en die zij hebben verzameld via beleggings- of nevendiensten. Daarnaast kunnen zij alle redelijkerwijs bruikbaar geachte en beschikbare informatie en gegevens gebruiken die tot hun beschikking staan en die zij hebben verkregen uit andere bronnen dan beleggings- of nevendiensten.
38. Bij het verfijnen van de doelmarkt van de ontwikkelaar mag de distributeur niet afwijken van de fundamentele beslissingen die daarin zijn gemaakt. Distributeurs kunnen evenwel niet simpelweg vertrouwen op de doelmarkt van de ontwikkelaar zonder te bedenken hoe de door de ontwikkelaar vastgestelde doelmarkt bij hun cliëntenbestand zou passen. Met

dit oogmerk dienen distributeurs een toegewijd proces te implementeren en te handhaven, dat in alle gevallen moet worden toegepast. Dit proces moet evenredig zijn, dat wil zeggen dat het onderzoek en – indien noodzakelijk – de verfijning door distributeur van de door de ontwikkelaar afgebakende doelmarkt in geval van complexere producten grondiger dient te zijn en in geval van eenvoudigere, meer gebruikelijke producten minder grondig. Indien de distributeur als resultaat van het proces tot de conclusie komt dat de doelmarkt van de ontwikkelaar niet hoeft te worden verfijnd, kan de distributeur de doelmarkt van de ontwikkelaar gebruiken zoals die is.

39. Doorgaans wordt de doelmarkt door de distributeur beoordeeld nadat de ontwikkelaar hem zijn doelmarkt heeft meegedeeld. Het kan evenwel zijn dat de ontwikkelaar en distributeur hun respectieve doelmarkt tegelijkertijd, met toepassing van het evaluatie- en verfijningsproces, vaststellen. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer de ontwikkelaar en de distributeur gezamenlijk een gemeenschappelijke standaard-doelmarkt vaststellen voor de producten die zij doorgaans uitwisselen. Zowel de ontwikkelaar als de distributeur blijven verplicht een eigen doelmarkt vast te stellen zoals beschreven in de richtlijn MiFID II en de gedelegeerde richtlijn van MiFID II, en nader gespecificeerd in dit richtsnoer voor de vaststelling van de doelmarkt. Een ontwikkelaar moet nog steeds redelijke stappen ondernemen om ervoor te zorgen dat producten worden gedistribueerd op de geïdentificeerde doelmarkt, en de distributeur moet ervoor zorgen dat de producten uitsluitend worden aangeboden of aanbevolen als dat in het belang van de cliënt is.
40. Bij de vaststelling van hun productassortiment dienen distributeurs bijzondere aandacht te besteden aan situaties waarin zij de doelmarkt mogelijk niet goed kunnen beoordelen wegens het soort diensten dat zij verlenen (met name uitvoerende diensten bij de passendheidstoets of de execution-only-regeling). Dit is vooral belangrijk voor producten die worden gekenmerkt door complexiteit/risico (of andere relevante kenmerken zoals illiquiditeit of innovatie), en in situaties waarin er sprake kan zijn van aanzienlijke belangenconflicten (zoals met betrekking tot producten die door de onderneming zelf of andere entiteiten binnen de groep worden uitgegeven). In dergelijke omstandigheden is het uiterst belangrijk dat distributeurs afdoende rekening houden met alle relevante informatie die de productontwikkelaar heeft verstrekt over de doelmarkt en distributiestrategie.

#### **Vaststelling van de doelmarkt: differentiatie naar gelang de aard van het gedistribueerde product**

41. Bij de vaststelling van de doelmarkt dient de distributeur een passende en evenwichtige beoordeling uit te voeren, gelet op de aard van het beleggingsproduct, in overeenstemming met wat is beschreven in de paragrafen 21 tot en met 24.
42. Indien de ontwikkelaar een doelmarkt heeft vastgesteld voor eenvoudigere, meer gebruikelijke producten, hoeft de distributeur de door de ontwikkelaar geïdentificeerde doelmarkt bij zijn eigen beoordeling niet noodzakelijkerwijs te verfijnen.

## **Vaststelling en beoordeling van de doelmarkt door de distributeur: interactie met beleggingsdiensten**

43. Zoals hierboven vermeld, dienen distributeurs de omstandigheden en behoeften van de groep cliënten waaraan zij een product daadwerkelijk zullen aanbieden of aanbevelen te identificeren en te beoordelen, om ervoor te zorgen dat dit product verenigbaar is met de betreffende cliënten binnen de doelgroep. Deze verplichting dient op evenredige wijze te worden toegepast, naar gelang niet alleen de aard van het product (zie paragraaf 41 hierboven), maar ook van het type beleggingsdiensten dat ondernemingen verlenen.
44. In dit verband zij erop gewezen dat enerzijds de beoordeling vooraf van de werkelijke doelmarkt wordt beïnvloed door de verleende diensten, aangezien deze beoordeling meer of minder grondig kan zijn, afhankelijk van de hoeveelheid beschikbare informatie over de cliënt, die weer afhangt van het type verleende diensten en de op de verlening van deze diensten toepasselijke gedragsregels (zo wordt met beleggingsadvies en portefeuillebeheer een breder spectrum aan informatie over cliënten verkregen dan met andere diensten). Anderzijds heeft de beoordeling van de doelmarkt invloed op de beslissing over het soort diensten dat zal worden verleend afhankelijk van de aard van het product en de omstandigheden en behoeften van de geïdentificeerde cliënten binnen de doelgroep, aangezien het niveau van beleggersbescherming per beleggingsdienst verschilt naar gelang de regels die op het verkooppunt van toepassing zijn. Zo bieden beleggingsadvies en portefeuillebeheer een hogere mate van beleggersbescherming dan andere diensten die onder de regeling van passendheid of execution-only worden verleend.
45. Daarom wordt verwacht dat distributeurs bij de definiëring van hun productassortiment met name aandacht besteden aan situaties waarin zij de doelmarkt mogelijk niet goed kunnen beoordelen wegens het soort diensten dat zij verlenen. Meer in het bijzonder, indien distributeurs alleen uitvoerende diensten verrichten waarbij de passendheid wordt beoordeeld (bijvoorbeeld via een brokerage platform), dienen zij er rekening mee te houden dat zij normaal gesproken een beoordeling van de werkelijke doelmarkt kunnen uitvoeren die beperkt blijft tot de categorieën van kennis en ervaring van cliënten [zie paragraaf 18 (b)]; indien zij alleen uitvoerende diensten verrichten onder de execution-only-regeling, kan doorgaans zelfs de kennis en ervaring van de cliënt niet worden beoordeeld<sup>8</sup>. In dit verband moeten ondernemingen bijzondere aandacht besteden aan de door de ontwikkelaar gesuggereerde distributiestrategie (zie paragraaf 26, 49 tot en met 51).
46. Dit is met name relevant voor producten die worden gekenmerkt door complexiteit/risico (of andere relevante kenmerken, zoals innovatie), en in situaties waarin er sprake kan zijn van aanzienlijke belangenconflicten (bijvoorbeeld met betrekking tot producten die worden

---

<sup>8</sup> Zoals hierboven uitgelegd (zie paragraaf 36) kunnen distributeurs bij de vaststelling van de doelmarkt, naast de via belegging of nevendiensten verzamelde informatie, alle verdere informatie en redelijkerwijs nuttig geachte gegevens gebruiken die tot hun beschikking staan en via andere bronnen zijn verzameld. Daarom kunnen zelfs ondernemingen die beleggingsdiensten verlenen onder de regeling van passendheid of execution-only de doelmarkt grondiger onderzoeken.

uitgegeven door entiteiten binnen de ondernemingsgroep of wanneer distributeurs inducements van derden ontvangen), waarbij er tevens rekening mee moet worden gehouden dat de passendheidstest cliënten bij de verkooppunten beperkte bescherming biedt (of helemaal geen bescherming, in geval van execution-only). In dergelijke omstandigheden is het uiterst belangrijk dat distributeurs afdoende rekening houden met alle relevante informatie die de productontwikkelaar over de potentiële doelmarkt en de distributiestrategie heeft verstrekt. Indien bijvoorbeeld de doelmarkt van de ontwikkelaar een product met specifieke kenmerken beschrijft dat niet alleen gedegen kennis en ervaring van de cliënt, maar ook een specifieke financiële situatie en unieke doelstellingen/behoefte vereist, kan de distributeur beslissen tot een prudente benadering door dit product niet in het productassortiment op te nemen (ook indien de onderneming in staat zou zijn om vooraf te beoordelen of dit product qua kennis en ervaring verenigbaar is met haar cliëntenbestand).

47. Bovendien, als in aanmerking wordt genomen dat de cliënt minder wordt beschermd indien de beschikbare informatie niet volstaat om een volledige beoordeling van de doelmarkt te verrichten, kunnen distributeurs ook beslissen om cliënten zonder advies te laten handelen, na hen te hebben gewaarschuwd dat de onderneming niet in staat is om goed te beoordelen of dergelijke producten met hen verenigbaar zijn.
48. Andersom, indien distributeurs voornemens zijn (potentiële) cliënten op enigerlei wijze te benaderen om een product aan te bevelen of actief te marketen, of overwegen om dit product te gebruiken voor portefeuillebeheer, dient de doelmarkt altijd grondig te worden beoordeeld.

#### **Distributiestrategie van de distributeur**

49. De distributeur dient rekening te houden met de door de ontwikkelaar vastgestelde distributiestrategie, en deze kritisch te beoordelen. De distributeur dient uiteindelijk hoe dan ook zijn eigen distributiestrategie vast te stellen in het licht van de informatie over zijn cliëntenbestand en het type diensten dat wordt verleend, ook indien de ontwikkelaar niet onderworpen is aan MiFID II en derhalve niet verplicht is om een distributiestrategie vast te stellen.
50. Zo kan de distributeur, terwijl hij naar behoren rekening houdt met de door de ontwikkelaar gesuggereerde distributiestrategie, beslissen tot een meer prudente benadering door beleggingsdiensten te verlenen die beleggers een grotere mate van bescherming bieden, zoals beleggingsadvies. Bijvoorbeeld, indien de kenmerken van een bepaald product volgens de ontwikkelaar verenigbaar zijn met een distributiestrategie via diensten zonder advies, dan kan de distributeur alsnog beslissen dat zijn huidige of potentiële cliënten zodanige kenmerken hebben (bijvoorbeeld zeer beperkte kennis en geen ervaring met beleggingen van dat soort producten, onstabiele financiële situatie en doelstellingen met een zeer korte termijn), dat hun belangen het best worden beschermd met beleggingsadvies.

51. Andersom kan de distributeur in bepaalde omstandigheden beslissen tot een minder voorzichtige benadering ten opzichte van de door de ontwikkelaar vastgestelde distributiestrategie. Indien bijvoorbeeld een bepaald product volgens de ontwikkelaar, gezien de specifieke kenmerken daarvan, zou moeten worden aangeboden via beleggingsadvies, dan kan de distributeur het product alsnog via uitvoerende diensten aan een bepaald segment cliënten ter beschikking stellen. ESMA verwacht dat de distributeur dat in dergelijke situaties slechts zou doen na een grondige analyse van de kenmerken van de producten en de doelmarkt. Bovendien zou deze beslissing moeten worden gerapporteerd aan de ontwikkelaar, als onderdeel van de verplichting van de distributeur om de ontwikkelaar verkoopinformatie te verstrekken waarmee laatstgenoemde rekening kan houden in hun productgovernanceproces en bij de selectie van geschikte distributeurs (zoals beschreven in de paragrafen 21-22).

### **Portefeuillebeheer, portefeuillebenadering, hedging en diversificatie.**

52. Bij het verlenen van beleggingsadvies aan een cliënt door middel van een portefeuillebenadering en portefeuillebeheer, kan de distributeur producten voor diversificatie- en hedgingdoeleinden gebruiken. In deze context kunnen producten buiten de doelmarkt van dat product worden verkocht indien de portefeuille in zijn geheel of de combinatie van een financieel instrument met zijn hedge geschikt is voor de cliënt.

53. De vaststelling van een doelmarkt door een distributeur staat los van de beoordeling van de geschiktheid. Dit betekent dat in bepaalde gevallen discrepanties tussen de vastgestelde doelmarkt en de afzonderlijke geschiktheid van de cliënt zijn toegestaan, indien de aanbeveling of verkoop van het product voldoet aan de geschiktheidsvereisten die met een portfoliobenadering zijn vastgesteld en aan alle andere toepasselijke wettelijke vereisten (waaronder die betreffende bekendmaking, vaststelling en beheersing van belangenconflicten, beloning en inducements).

54. De distributeur hoeft de verkoop van producten buiten de positieve doelmarkt niet aan de ontwikkelaar te melden indien de verkoop dient voor diversificatie en hedging, en indien de verkoop nog steeds geschikt is, gelet op de gehele portefeuille van de cliënt of het gehedgede risico.

55. Verkoop van producten op de negatieve doelmarkt dient altijd aan de ontwikkelaar te worden gemeld en aan de cliënt worden te meegedeeld, zelfs indien deze verkoop dient voor diversificatie of hedging. Bovendien dient verkoop op de negatieve doelmarkt mag in elk geval, zelfs voor diversificatie, zelden voorkomen (zie ook paragrafen 67 tot en met 74).

### **Regelmatige evaluatie door de ontwikkelaar en distributeur om te beoordelen of producten en diensten de doelmarkt bereiken**

56. Artikel 16, lid 3, MiFID II en de artikelen 9 en 10, gedelegeerde richtlijn van MiFID II eisen van ontwikkelaars en distributeurs dat zij producten regelmatig evalueren om te beoordelen of het product nog steeds voldoet aan de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de geïdentificeerde doelmarkt, en of de bedoelde distributiestrategie nog steeds passend is.

57. Ontwikkelaars dienen op evenredige basis te overwegen welke informatie zij nodig hebben om hun evaluatie uit te voeren, en hoe zij deze informatie moeten verzamelen. In lijn met overweging 20 van de gedelegeerde richtlijn van MiFID II kan relevante informatie betrekking hebben op bijvoorbeeld de gebruikte distributiekkanalen, het aandeel van verkopen buiten de doelmarkt, samenvattende gegevens over het soort cliënten, een samenvatting van de ontvangen klachten en vragen die de ontwikkelaar aan een steekproef van cliënten heeft voorgelegd. Dergelijke informatie kan in geaggregeerde vorm worden verstrekt en hoeft niet per instrument of per verkoop te worden gespecificeerd.
58. Om MiFID-ontwikkelaars bij hun evaluatie te helpen dienen distributeurs hun verkoopinformatie te verstrekken en, indien passend, andere relevante informatie die de distributeur uit zijn eigen periodieke evaluatie heeft verkregen. Daarnaast dienen distributeurs gegevens en informatie in aanmerking te nemen die een indicatie kunnen geven dat zij de doelmarkt voor specifieke producten of diensten verkeerd hebben geïdentificeerd of dat deze niet langer voldoen aan de omstandigheden van de omschreven doelmarkt, bijvoorbeeld wanneer het product ten gevolge van marktomstandigheden niet-liquide of zeer volatiel is geworden. Voor dergelijke informatie geldt het evenredigheidsbeginsel, zij kan in het algemeen in geaggregeerde vorm worden verstrekt, en hoeft in het algemeen niet per instrument en per verkoop te worden gespecificeerd. Instrument-specifieke informatie moet evenwel worden verstrekt in gevallen die met name relevant zijn voor bepaalde individuele instrumenten (bijv. indien de distributeur tot de conclusie komt dat de doelmarkt voor een bepaald product onjuist was vastgesteld).
59. Wat de rapportage van informatie over verkoop buiten de doelmarkt van de ontwikkelaar betreft, dienen distributeurs in staat te zijn om alle beslissingen om buiten de doelmarkt te verkopen of om de door de ontwikkelaar aanbevolen distributiestrategie te verbreden evenals informatie over verkoop buiten de doelmarkt (met inbegrip van verkoop binnen de negatieve doelmarkt) te rapporteren, rekening houdend met de uitzonderingen in paragraaf 54.

**Distributie van producten door entiteiten waarvoor de productgovernanceverplichtingen van MiFID II niet gelden**

60. Van ondernemingen die producten distribueren die niet zijn ontwikkeld door entiteiten waarop de productgovernanceverplichtingen van toepassing zijn, wordt verwacht dat zij de noodzakelijke due diligence uitvoeren om hun cliënten een passend dienst- en veiligheidsniveau te bieden in vergelijking met een situatie waarin het product in overeenstemming met de productgovernanceverplichtingen van MiFID II was ontworpen.
61. Indien een product niet in overeenstemming met de productgovernanceverplichtingen van MiFID II is ontworpen (bijvoorbeeld in geval van beleggingsproducten die worden uitgegeven door entiteiten waarop de productgovernanceverplichtingen van MiFID II niet van toepassing zijn), kan dit van invloed zijn op het proces van informatieverzameling of de vaststelling van de doelmarkt:



- Vaststelling doelmarkt: De distributeur stelt de doelmarkt ook vast wanneer de doelmarkt niet door de ontwikkelaar is omschreven <sup>9</sup>, (zie paragraaf 34). Dus zelfs indien de onderneming geen beschrijving van de doelmarkt van de ontwikkelaar of informatie over het productgoedkeuringsproces ontvangt, moet zij haar “eigen” doelmarkt vaststellen. Dit dient op passende en evenredige wijze te worden uitgevoerd (zie paragraaf 21).
- Proces van informatieverzameling: distributeurs dienen alle redelijke stappen te nemen om ervoor te zorgen dat de van de ontwikkelaar verkregen productinformatie betrouwbaar en passend is, zodat de producten worden gedistribueerd in overeenstemming met de kenmerken, doelstellingen en behoeften van de doelmarkt <sup>10</sup>. Indien niet alle relevante informatie publiek beschikbaar is (bijvoorbeeld via een EID als bedoeld in de PRIIPS <sup>11</sup> of een prospectus) dienen deze redelijke stappen in te houden dat met de ontwikkelaar of zijn agent een overeenkomst wordt gesloten om alle relevante informatie te verkrijgen opdat de distributeur de doelmarkt kan beoordelen. Publiek beschikbare informatie is alleen aanvaardbaar als zij duidelijk, betrouwbaar en op het regelgevingskader afgestemd is <sup>12</sup>. Zo is informatie bekendgemaakt in overeenstemming met de vereisten van de prospectusrichtlijn, de transparantierichtlijn, de icbe-richtlijn, de abi-richtlijn of met vergelijkbare vereisten van derde landen, aanvaardbaar.

62. De verplichting waarnaar in paragraaf 61 wordt verwezen geldt voor producten die op primaire en secundaire markten worden verkocht, en wordt evenredig toegepast, afhankelijk van in hoeverre publiek beschikbare informatie voorhanden is en van de complexiteit van het product <sup>13</sup>. Informatie over eenvoudigere, meer gebruikelijke producten, zoals gewone aandelen, vereist doorgaans geen overeenkomst met de ontwikkelaar, maar kan worden afgeleid uit meerdere informatiebronnen die voor regelgevingsdoeleinden voor dergelijke producten worden bekendgemaakt.

63. Indien de distributeur niet in staat is om op enige wijze voldoende informatie te verkrijgen over producten ontwikkeld door entiteiten waarop de productgovernanceverplichtingen van MiFID II niet van toepassing zijn, voldoet de onderneming niet aan haar verplichtingen onder MiFID II en mag zij deze producten niet in haar productassortiment opnemen.

### **Toepassing van productgovernanceverplichtingen op de distributie van vóór de inwerkingtreding van MiFID II ontwikkelde producten.**

---

<sup>9</sup> Zie artikel 10, lid 1, gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

<sup>10</sup> Zie de derde alinea van artikel 10, lid 2, gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

<sup>11</sup> Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's) (PB L 352 van 09.12.2014, blz. 1-23).

<sup>12</sup> Zie artikel 10, lid 2, gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

<sup>13</sup> Zie de derde alinea van artikel 10, lid 2, gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

64. Producten die vóór 3 januari 2018 zijn ontwikkeld en gedistribueerd vallen buiten het toepassingsgebied van de productgovernanceverplichtingen zoals vastgesteld bij MiFID II.
65. Producten die vóór 3 januari 2018 zijn ontwikkeld maar na 3 januari 2018 onder beleggers zijn gedistribueerd vallen binnen het toepassingsgebied van de productgovernanceverplichtingen die op distributeurs van toepassing zijn, en met name de verplichting dat voor elk financieel product een doelmarkt moet worden geïdentificeerd. In deze situatie dient de distributeur te handelen alsof de ontwikkelaar een entiteit was waarop de productgovernanceverplichtingen van MiFID II niet van toepassing zijn. Indien de doelmarkt door de ontwikkelaar (vrijwillig/op basis van handelsovereenkomsten met distributeurs) is geïdentificeerd overeenkomstig deze richtsnoeren, kan de distributeur, na een kritische beoordeling daarvan, op deze vaststelling van de doelmarkt vertrouwen.
66. De ontwikkelaar dient evenwel op zijn laatst een doelmarkt aan dergelijke producten toe te kennen na de eerstvolgende cyclus voor productevaluatie die overeenkomstig artikel 16, lid 3, MiFID II na 3 januari 2018 is uitgevoerd. De distributeur dient deze doelmarkt daarna volgens zijn eigen evaluatieprocessen te beoordelen.

#### **V.4. Richtsnoeren over onderwerpen die op zowel ontwikkelaars als distributeurs van toepassing zijn**

##### **Vaststelling van de „negatieve” doelmarkt en verkoop buiten de „positieve” doelmarkt**

67. De onderneming dient te onderzoeken of het product onverenigbaar zou zijn met bepaalde cliënten binnen de doelgroep („negatieve” doelmarkt)<sup>14</sup>. Daarbij dient de onderneming dezelfde categorieën en beginselen toe te passen als uiteengezet in de paragrafen 13 tot en met 20 en 34 tot en met 40. In lijn met de benadering die bij de vaststelling van de „positieve” doelmarkt wordt gevolgd, moet de ontwikkelaar, die geen rechtstreekse relatie met eindcliënten heeft, in staat zijn om op theoretische basis de negatieve doelmarkt te identificeren, dat wil zeggen, met een algemener idee over hoe de kenmerken van een bepaald product niet verenigbaar zouden zijn met bepaalde groepen beleggers; de distributeur, die rekening houdt met zowel de algemenere negatieve doelmarkt van de ontwikkelaar als informatie over zijn eigen cliëntenbestand, zal in staat zijn om de groep cliënten onder wie dat specifieke product niet moet worden gedistribueerd, beter af te bakenen. Daarnaast moet de distributeur de groep of groepen cliënten identificeren met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen een dienst betreffende de distributie van een bepaald product niet verenigbaar zou zijn.
68. Bepaalde doelmarktkenmerken die ontwikkelaars en distributeurs bij de beoordeling van de positieve doelmarkt gebruiken leiden automatisch tot tegengestelde kenmerken voor beleggers waarmee het product niet verenigbaar is (bijvoorbeeld indien een product is gemaakt met het beleggingsdoel „speculatie”, zal het niet geschikt zijn voor doeleinden met „laag risico”). In dat geval kan een onderneming de negatieve doelmarkt definiëren

---

<sup>14</sup> Zie de artikelen 9, lid 9 en 10, lid 2, gedelegeerde richtlijn van MiFID II.

door te verklaren dat het product of de dienst niet verenigbaar is met elke cliënt buiten de positieve doelmarkt.

69. Nogmaals, het is belangrijk dat het evenredigheidsbeginsel in aanmerking wordt genomen. Bij de beoordeling van een potentieel negatieve doelmarkt hangt het aantal en de gedetailleerdheid van de factoren en criteria af van de aard van het product, en met name de complexiteit of het risico/rendementsprofiel daarvan (dat wil zeggen, een „plain vanilla”-product heeft waarschijnlijk een kleine groep potentiële beleggers waarmee het onverenigbaar is, terwijl de groep cliënten voor wie het financiële product niet verenigbaar is bij een complexer product groot kan zijn).
70. Er kunnen situaties zijn waarin producten, in bepaalde omstandigheden en indien aan alle andere wettelijke vereisten is voldaan (waaronder die betreffende bekendmaking, geschiktheid of passendheid, vaststelling en beheersing van belangenconflicten), buiten de positieve doelmarkt kunnen worden verkocht. Deze gevallen dienen evenwel te worden gerechtvaardigd door de afzonderlijke omstandigheden van het geval, en de redenen voor de afwijking dienen duidelijk te worden gedocumenteerd en, waar verstrekt, in het geschiktheidsrapport te worden opgenomen.
71. Aangezien de negatieve doelmarkt een uitdrukkelijke indicatie is van die cliënten met wier behoeften, kenmerken en doelstellingen het product niet verenigbaar is en aan wie het product niet moet worden gedistribueerd, zouden deze producten slechts bij uitzondering aan beleggers in deze groep mogen worden verkocht, dient er een belangrijke rechtvaardiging te zijn om van deze regel af te wijken, en dient deze rechtvaardiging beter te worden onderbouwd dan het geval is bij verkoop buiten de positieve doelmarkt.
72. Zo kunnen producten buiten de doelmarkt worden verkocht als resultaat van verkoop zonder advies (dat wil zeggen, indien cliënten een onderneming benaderen om een bepaald product te kopen zonder actieve marketing door de onderneming of anderszins door deze ondernemingen te zijn beïnvloed), indien de onderneming niet alle informatie heeft om goed te kunnen beoordelen of de cliënt binnen de doelgroep valt, waarvan bijvoorbeeld sprake kan zijn bij uitvoeringsplatforms die uitsluitend onder de passendheidsregeling werken. Verwacht wordt dat ondernemingen in de context van productgovernanceregelingen vooraf situaties zoals beschreven zullen analyseren en een verantwoorde beslissing nemen over hoe zij deze gaan oplossen als ze zich voordoen, en zullen werknemers die in contact staan met cliënten worden geïnformeerd over de benadering die op leidinggevend niveau is vastgesteld, zodat zij deze kunnen volgen. Ondernemingen dienen ook rekening te houden met de aard van de producten in het pakket dat zij cliënten willen aanbieden (bijvoorbeeld wat complexiteit/risico betreft), met eventuele belangenconflicten met cliënten (bijvoorbeeld in geval van „self-placement”), en met hun bedrijfsmodel. Sommige ondernemingen kunnen bijvoorbeeld overwegen om cliënten niet toe te staan om te handelen indien zij onder de negatieve doelmarkt vallen, terwijl zij andere cliënten kunnen toestaan financiële producten te kopen in het „grijze gebied”, dat wil zeggen, tussen de positieve en negatieve doelmarkt.

73. Het is belangrijk dat indien de distributeur zich ervan bewust wordt, bijvoorbeeld door klachten van cliënten of andere bronnen en gegevens te analyseren, dat de verkoop van een bepaald product buiten de vooraf geïdentificeerde doelmarkt een significant fenomeen is geworden (bijvoorbeeld wat het aantal betrokken cliënten betreft), deze input bij de periodieke evaluatie van de geboden producten en bijbehorende diensten naar behoren in overweging wordt genomen. In dergelijke gevallen kan de distributeur bijvoorbeeld tot de conclusie komen dat de aanvankelijk vastgestelde doelmarkt onjuist was en moet worden herzien, of dat de bijbehorende distributiestrategie niet geschikt was voor het product en moet worden heroverwogen.
74. Afwijkingen van de doelmarkt (buiten de positieve of binnen de negatieve) die relevant kunnen zijn voor het productgovernanceproces van de ontwikkelaar (met name indien zij vaker voorkomen) dienen aan de ontwikkelaar te worden gemeld, met inachtneming van de uitzonderingen vermeld in paragraaf 54.

### **Toepassing van de doelmarktvereisten op ondernemingen die op wholesale-markten handelen (d.w.z. met professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen)**

*Professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen als onderdeel van de bemiddelingsketen*

75. De vereisten in artikel 16, lid 3, MiFID II zijn ongeacht de aard van de cliënt van toepassing (niet-professioneel, professioneel of in aanmerking komende tegenpartij). Daarnaast specificeren de artikelen 16, lid 3 en 24, lid 2, MiFID II dat de cliënten die worden benaderd „eindcliënten” zijn. Dit betekent dat een onderneming binnen de bemiddelingsketen geen doelmarkt voor andere ondernemingen hoeft te specificeren (professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen), maar de doelmarkt eerder moet ontwerpen met de eindcliënt in gedachten (d.w.z. de eindcliënt in de bemiddelingsketen). Het specifieke type beoogde eindcliënt moet worden genoemd in de categorie van het type cliënt waarnaar in paragraaf 18 onder (a) wordt verwezen.
76. Indien een professionele cliënt of een in aanmerking komende tegenpartij een product koopt met de bedoeling het aan andere cliënten te verkopen, en dus een schakel in de bemiddelingsketen vormt, dient deze niet als eindcliënt te worden aangemerkt.
77. In dat geval handelt de professionele cliënt (of in aanmerking komende tegenpartij) als distributeur en moet deze de productgovernanceverplichtingen die op distributeurs van toepassing zijn, nakomen.
78. Indien bijvoorbeeld een onderneming een product aan een in aanmerking komende tegenpartij verkoopt, die het product koopt met de bedoeling het onder professionele of niet-professionele cliënten te distribueren, dan moet de in aanmerking komende tegenpartij de relevante doelmarkt herbeoordelen in overeenstemming met haar verplichtingen als distributeur. Indien de in aanmerking komende tegenpartij het product vervolgens wijzigt alvorens het verder te distribueren, houdt dit waarschijnlijk in dat zij aan de productgovernanceregels voor zowel ontwikkelaars als distributeurs moet voldoen.

*Professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen als eindcliënten.*

79. Het categorisatiekader voor MiFID-cliënten stemt de bescherming van gedragsregels af op de behoeften van elke cliëntencategorie (d.w.z. niet-professionele, professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen). In de context van een wholesale-markt (die alleen professionele cliënten en in aanmerking komende tegenpartijen omvat) staat MiFID toe dat bepaalde veronderstellingen worden gedaan ten aanzien van de kennis en ervaring van cliënten met betrekking tot het begrijpen van beleggingsrisico's.
80. MiFID II eist dat ondernemingen ervoor zorgen dat de producten die zij ontwikkelen en/of distribueren worden ontworpen naar de behoeften van een geïdentificeerde doelmarkt van eindcliënten binnen de relevante categorie cliënten <sup>15</sup>. Als zodanig dienen ondernemingen bij de beoordeling van de geschikte doelmarkt voor een bepaald product de juiste categorie cliënten in aanmerking te nemen, en te overwegen of zij ten aanzien daarvan kunnen veronderstellen dat de eindcliënt bepaalde kennis en ervaring heeft.

*Professionele cliënten als eindcliënten*

81. Ondernemingen mogen ervan uitgaan dat professionele cliënten de vereiste kennis en ervaring hebben om te beseffen welke risico's bepaalde producten of diensten waarvoor zij als professionele cliënten zijn aangemerkt, met zich kunnen brengen <sup>16</sup>. Desondanks maakt MiFID een onderscheid tussen professionele cliënten „per se” en „op verzoek” – mits cliënten in de laatstgenoemde categorie niet worden verondersteld kennis en ervaring te hebben die vergelijkbaar is met professionele cliënten „per se”.
82. Daarom dienen ondernemingen bij de vaststelling van hun doelmarkt rekening te houden met verschillen in veronderstelde kennis tussen niet-professionele en professionele cliënten en, binnen de categorie professionele cliënten, tussen professionele cliënten „op verzoek” en professionele cliënten „per se” <sup>17</sup>. Het verschil in benadering dient bijvoorbeeld rekening te houden met de verschillen in kennis en ervaring van deze verschillende categorieën cliënten.
83. Het kan zijn dat bepaalde producten (bijvoorbeeld producten die geschikt zijn voor distributie in massaretailmarkten) een brede vastgestelde doelmarkt hebben die zowel niet-professionele als professionele cliënten omvat. Dergelijke producten, bijvoorbeeld rechten van deelneming of aandelen in een icbe-fonds, kunnen standaard worden geacht een doelmarkt te hebben die professionele cliënten omvat. Andere producten, met name producten met een complex risicoprofiel, zullen een enger gedefinieerde doelmarkt hebben. Zo kan de doelmarkt voor contingent convertibles slechts bestaan uit professionele cliënten „per se” of „op verzoek”, die waarschijnlijk de complexiteit van deze producten begrijpen.

---

<sup>15</sup> Zie de derde alinea van artikel 16, lid 3, en artikel 24, lid 2, MiFID II.

<sup>16</sup> Zie bijlage II bij MiFID II.

<sup>17</sup> Zie de tweede alinea van deel II.1 van bijlage II bij MiFID II.

*In aanmerking komende tegenpartijen als eindcliënten*

84. Het regelgevend kader van MiFID erkent in aanmerking komende tegenpartijen als de meest geavanceerde klasse beleggers en kapitaalmarktdeelnemers, zodat veel beschermingen van de gedragsregels niet voor deze cliënten gelden. MiFID II probeert evenwel de beschermingen voor niet-retailcliënten te vergroten, door bepaalde informatieverstrekkings- en rapportageverplichtingen uit te breiden naar ondernemingen die met in aanmerking komende tegenpartijen handelen. Ondernemingen zijn weliswaar niet verplicht om de vereisten van artikel 24 MiFID II toe te passen (met uitzondering van de leden 4 en 5) wanneer zij transacties sluiten met in aanmerking komende tegenpartijen (artikel 30, lid 1, MiFID II), maar zij dienen er toch voor te zorgen dat zij „op eerlijke, billijke en professionele wijze” handelen en bij hun contacten met in aanmerking komende tegenpartijen „correcte, duidelijke en niet-misleidende” informatie verstrekken. Verder zijn de vereisten in artikel 16, lid 3, MiFID II van toepassing, ongeacht de aard van de cliënt (niet-professioneel, professioneel of in aanmerking komende tegenpartij).
85. Indien de doelmarkt van eindcliënten uitsluitend bestaat uit in aanmerking komende tegenpartijen, is de algehele beoordeling waarschijnlijk minder uitgebreid. In aanmerking komende tegenpartijen hebben waarschijnlijk goede kennis van de marktomgeving, commerciële haalbaarheid en andere belangrijke factoren en risico's die een bepaalde beleggingsbeslissing met zich brengt.