

# Wytyczne

dotyczące wymogów w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II

## Spis treści

Wytyczne .....	3
1.Zakres.....	3
2.Odniesienia do przepisów prawa, skróty i definicje .....	4
3.Cel .....	7
4.Zgodność i obowiązki sprawozdawcze.....	8
5.Wytyczne dotyczące stosowania art. 16 ust. 3 i 6 oraz art. 24 ust. 2 MiFID II.....	9

## Wytyczne

### 1. Zakres

#### Kto?

1. Niniejsze wytyczne mają zastosowanie do:

- firm,
- właściwych organów.

#### Co?

2. Niniejsze wytyczne mają zastosowanie do produkcji lub dystrybucji instrumentów finansowych i lokat strukturyzowanych. W szczególności niniejsze wytyczne mają zastosowanie do następujących wymogów:

- i. art. 9 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE<sup>1</sup> (MiFID II);
- ii. art. 16 ust. 3 i art. 16 ust. 6 MiFID II;
- iii. art. 24 ust. 1 i art. 24 ust. 2 MiFID II;
- iv. art. 9 i 10 dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2017/593<sup>2</sup> (dyrektywa delegowana MiFID II).

#### Kiedy?

3. Niniejsze wytyczne stosuje się po upływie dwóch miesięcy od dnia ich publikacji na stronie internetowej ESMA we wszystkich językach urzędowych UE.

---

<sup>1</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

<sup>2</sup> Dyrektywa delegowana Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 500).

## 2. Odniesienia do przepisów prawa, skróty i definicje

### 2.1 Odniesienia do przepisów prawa

MiFID II	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE <sup>3</sup>
rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/1253	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2021/1253 z dnia 21 kwietnia 2021 r. zmieniające rozporządzenie delegowane (UE) 2017/565 w odniesieniu do uwzględniania czynników, ryzyk i preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju w niektórych wymogach organizacyjnych i warunkach prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne <sup>4</sup>
rozporządzenie delegowane uzupełniające MiFID II	Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy <sup>5</sup>
rozporządzenie w sprawie ustanowienia ESMA	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE <sup>6</sup>

### 2.2 Skróty

ACP	Komitet Doradczy ds. Proporcjonalności
CSA	Wspólne działanie nadzorcze
DK	Dokument konsultacyjny
EOG	Europejski Obszar Gospodarczy

---

<sup>3</sup> Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349.

<sup>4</sup> Dz.U. L 277 z 2.8.2021, s. 1.

<sup>5</sup> Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1.

<sup>6</sup> Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84.

ESMA	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych
ESNF	Europejski System Nadzoru Finansowego
KE	Komisja Europejska
SMSG	Grupa Interesariuszy z Sektora Giełd i Papierów Wartościowych
UE	Unia Europejska

## 2.3 Definicje

dystrybutor	firma, która oferuje, rekomenduje lub sprzedaje produkt lub usługę klientowi
firmy	firmy inwestycyjne (zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 1 MiFID II) i instytucje kredytowe (zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 27 MiFID II) świadczące usługi inwestycyjne i prowadzące działalność inwestycyjną (zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 2 MiFID II), firmy inwestycyjne i instytucje kredytowe dokonujące sprzedaży lub świadczące usługi doradztwa na rzecz klientów w odniesieniu do lokat strukturyzowanych, spółki zarządzające UCITS (zgodnie z definicją zawartą w art. 2 ust. 1 lit. b) dyrektywy UCITS <sup>7</sup> ) i zewnętrzni zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI) (zgodnie z definicją zawartą w art. 5 ust. 1 lit. a) dyrektywy w sprawie ZAFI <sup>8</sup> ) świadczący usługi inwestycyjne w zakresie indywidualnego zarządzania portfelem lub usługi poboczne (w rozumieniu art. 6 ust. 3 lit. a) i b) dyrektywy UCITS i art. 6 ust. 4 lit. a) i b) dyrektywy w sprawie ZAFI), w każdym przypadku z wyłączeniem sytuacji, gdy instrumenty finansowe są wprowadzane do obrotu lub do dystrybucji wyłącznie wśród uprawnionych kontrahentów (zgodnie ze zwolnieniem zawartym w art. 16a MiFID II)

---

<sup>7</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32).

<sup>8</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1).

producent	firma, która wytwarza produkt, w tym tworzy, opracowuje, wydaje lub projektuje dany produkt, w tym również gdy udziela emitentom korporacyjnym porady w sprawie uruchomienia nowych produktów
produkty	instrumenty finansowe (w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 15 MiFID II), z wyłączeniem obligacji, które nie zawierają innego wbudowanego instrumentu pochodnego niż klauzula make-whole zgodnie ze zwolnieniem przewidzianym w art. 16a MiFID II, i lokaty strukturyzowane (w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 43 MiFID II)

### 3. Cel

4. Podstawę niniejszych wytycznych stanowi art. 16 ust. 1 rozporządzenia w sprawie ustanowienia ESMA. Celem niniejszych wytycznych jest ustanowienie spójnych, wydajnych i skutecznych praktyk nadzorczych w ramach ESNF oraz zapewnienie wspólnego, jednolitego i spójnego stosowania wymogów MiFID II dotyczących zarządzania produktami. ESMA przewiduje, że przestrzeganie niniejszych wytycznych przełoży się na wzmocnienie ochrony inwestorów.

## **4. Zgodność i obowiązki sprawozdawcze**

### **4.1 Status wytycznych**

5. Zgodnie z art. 16 ust. 3 rozporządzenia w sprawie ustanowienia ESMA właściwe organy i uczestnicy rynku finansowego muszą dołożyć wszelkich starań, aby zastosować się do niniejszych wytycznych.
6. Właściwe organy, do których mają zastosowanie niniejsze wytyczne, powinny zapewnić zgodność z nimi poprzez odpowiednie włączenie ich do swoich krajowych ram prawnych lub nadzorczych, również w przypadku, gdy poszczególne wytyczne są skierowane głównie do uczestników rynku finansowego. W takim przypadku właściwe organy powinny w ramach sprawowanego nadzoru zadbać o to, aby uczestnicy rynku finansowego przestrzegali tych wytycznych.

### **4.2 Obowiązki sprawozdawcze**

7. W terminie dwóch miesięcy od daty publikacji niniejszych wytycznych na stronie ESMA we wszystkich językach urzędowych UE właściwe organy, do których niniejsze wytyczne mają zastosowanie, muszą zawiadomić ESMA, czy (i) stosują wytyczne, (ii) nie stosują wytycznych, ale zamierzają zastosować się do nich lub (iii) nie stosują wytycznych i nie zamierzają się do nich zastosować.
8. W przypadku niestosowania wytycznych właściwe organy muszą również przekazać ESMA, w terminie dwóch miesięcy od daty publikacji wytycznych na stronie ESMA we wszystkich językach urzędowych UE, informację o powodach niestosowania wytycznych.
9. Szablon zawiadomienia jest dostępny na stronie internetowej ESMA. Po wypełnieniu formularza należy przekazać go do ESMA.
10. Uczestnicy rynku finansowego nie mają obowiązku zawiadamiania, czy stosują się do niniejszych wytycznych.



## 5. Wytyczne dotyczące stosowania art. 16 ust. 3 i 6 oraz art. 24 ust. 2 MiFID II

### 5.1 Wytyczne ogólne

11. Zgodnie z art. 9 ust. 1 akapit drugi i art. 10 ust. 1 akapit pierwszy dyrektywy delegowanej MiFID II niniejsze wytyczne powinny być stosowane w sposób odpowiedni i proporcjonalny, z uwzględnieniem charakteru produktu, usługi inwestycyjnej i rynku docelowego produktu.
12. W przypadku gdy firma działa zarówno jako producent, jak i dystrybutor produktów, poniższe wytyczne stosuje się w odpowiednich przypadkach oraz tak długo jak firma wypełnia wszystkie mające zastosowanie obowiązki spoczywające na producencie i dystrybutorze.
13. Ogólnie rzecz biorąc, firmy działające w charakterze producentów lub dystrybutorów powinny uzasadnić i udokumentować wybory dokonane w kontekście swoich zasad zarządzania produktami, w tym w odniesieniu do określenia rynku docelowego i powiązanych strategii dystrybucji.

### 5.2 Wytyczne dla producentów

#### **Określanie potencjalnego rynku docelowego przez producenta: kategorie, które należy uwzględnić**

14. Producenci nie powinni określać potencjalnego rynku docelowego wyłącznie na podstawie kryteriów ilościowych, lecz także na podstawie dostatecznych aspektów jakościowych. Określając rynek docelowy dla danego produktu, producenci powinni również wziąć pod uwagę wyniki analizy scenariuszowej i analizy struktury opłat<sup>9</sup> przeprowadzonych w odniesieniu do danego produktu<sup>10</sup>. Zwłaszcza usługi skierowane do odbiorców masowych mogą wymagać automatyzacji procesów i taka automatyzacja zazwyczaj opiera się na wzorach lub metodach algorytmicznych, które przetwarzają kryteria ilościowe dla produktów i klientów. Tego rodzaju dane liczbowe zazwyczaj są generowane za pomocą systemów oceny punktowej (na przykład poprzez zastosowanie właściwości produktu, takich jak zmienność instrumentów finansowych, ratingi emitentów itd. lub poprzez „konwersję” danych faktycznych na systemy numeryczne). W odniesieniu do określania rynku docelowego firmy nie powinny opierać się wyłącznie na tego rodzaju

---

<sup>9</sup> Terminy „analiza scenariuszowa” i „analiza struktury opłat” odnoszą się do analiz wymaganych odpowiednio w art. 9 ust. 10 i 12 dyrektywy delegowanej MiFID II.

<sup>10</sup> Na przykład analizy scenariuszowe przeprowadzone przez firmę mogą wykazać, że wartość produktu jest szczególnie wrażliwa na niekorzystne warunki rynkowe, co prowadzi do określenia węższego rynku docelowego pod względem tolerancji ryzyka po stronie klientów. Inny przykład: analiza struktury opłat przeprowadzona przez firmę może wykazać, że struktura opłat za produkt nie jest kompatybilna z określonym rynkiem docelowym, co skłoni firmę do zmiany struktury opłat za produkt lub do ponownej oceny rynku docelowego. ESMA przedstawił wytyczne dotyczące stosowania wymogu analizy struktury opłat w pytaniach i odpowiedziach 16.2–4 dotyczących zagadnień związanych z ochroną inwestorów i pośrednikami w świetle MiFID II i MiFIR ([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)).

kryteriach ilościowych, lecz powinny odpowiednio zrównoważyć je z aspektami jakościowymi.

15. Producenci powinni korzystać z listy kategorii przedstawionej w niniejszych wytycznych, traktując ją jako podstawę określania rynku docelowego dla swoich produktów. Lista kategorii ma charakter łączny: oceniając rynek docelowy, każdy producent powinien uwzględnić każdą z tych kategorii. W ten sposób producent powinien przeanalizować znaczenie każdej kategorii dla określonego produktu i następnie dostosować szczegółowość określania odpowiednio do rodzaju, charakteru i innych właściwości produktu (jak opisano w pkt 19–31 wytycznych).
16. Producenci powinni wyszczególnić/opisać każdą z tych kategorii, bez łączenia kategorii, a jednocześnie uwzględnić ich powiązania i zapewnić spójność między różnymi kategoriami, ponieważ wszystkie te kategorie przyczyniają się do określenia rynku docelowego dla danego produktu.
17. Producenci nie powinni wykluczać żadnej z pięciu niżej wymienionych kategorii. Jeśli producenci uznają, że tych pięć kategorii jest zbyt restrykcyjnych, aby określić odpowiedni rynek docelowy, mogą włączyć dodatkowe kategorie. Przy rozważaniu ewentualnego zastosowania takich dodatkowych kategorii producenci mogą wziąć pod uwagę właściwości kanałów komunikowania się z dystrybutorami. Na przykład, aby usprawnić wymianę informacji z dystrybutorami i wesprzeć otwartą architekturę, producenci mogą ograniczyć zastosowanie dodatkowych kategorii do przypadków, w których są one konieczne dla zdefiniowania odpowiedniego rynku docelowego dla danego produktu.
18. Producenci muszą określić potencjalny rynek docelowy<sup>11</sup>. Ponieważ producenci zazwyczaj nie mają bezpośredniego kontaktu z klientami, a także zgodnie z art. 9 ust. 9 akapit drugi dyrektywy delegowanej MiFID II, oznacza to, że określanie przez nich rynku docelowego może opierać się między innymi na ich wiedzy teoretycznej i doświadczeniu związanym z danym produktem.
19. Producenci powinni stosować następującą listę pięciu kategorii:
  - a) Rodzaj klientów, do których dany produkt jest skierowany: Firma powinna określić, do jakiego rodzaju klientów dany produkt jest skierowany. W tym celu powinna uwzględnić podział klientów na kategorie zgodnie z MiFID II; kategorie klientów obejmują „klientów detalicznych”, „klientów profesjonalnych” lub „uprawnionych kontrahentów”. Aby uniknąć ewentualnego nadużycia zwolnienia przewidzianego w art. 16a MiFID II<sup>12</sup>, decyzja o wprowadzeniu do obrotu lub do dystrybucji produktu wyłącznie wśród uprawnionych kontrahentów powinna być wyraźnie podejmowana *ex ante* (albo przy przeprowadzaniu wstępnej oceny rynku docelowego, albo podczas

---

<sup>11</sup> Zob. art. 9 ust 9 dyrektywy delegowanej MiFID.

<sup>12</sup> Zgodnie z art. 16a MiFID II firma jest m.in. zwolniona z wymogów w zakresie zarządzania produktami, jeżeli instrumenty finansowe są wprowadzane do obrotu lub do dystrybucji wyłącznie wśród uprawnionych kontrahentów.

przeprowadzania okresowych przeglądów) w wyniku wewnętrznych procesów firmy.

- b) Wiedza i doświadczenie: Firma powinna określić, jaką wiedzę powinni posiadać klienci docelowi na temat takich elementów, jak: rodzaj danego produktu, właściwości produktu lub wiedza w tematycznie powiązanych obszarach, która pozwala zrozumieć produkt. Na przykład w odniesieniu do produktów strukturyzowanych o skomplikowanych profilach zwrotu firma może określić, że inwestorzy docelowi powinni wiedzieć, jak działa dany rodzaj produktu oraz jakie będą jego prawdopodobne wyniki. Jeśli chodzi o doświadczenie, firma może określić, ile praktycznego doświadczenia powinni posiadać klienci docelowi w odniesieniu do takich elementów, jak: rodzaj danego produktu, właściwości danego produktu lub doświadczenie w tematycznie powiązanych obszarach. Firma może określić, na przykład, od jak dawna klienci powinni być aktywni na rynkach finansowych. W niektórych przypadkach wiedza i doświadczenie mogą być od siebie wzajemnie zależne (tj. inwestor z ograniczonym doświadczeniem lub bez doświadczenia może być uznany za klienta docelowego, jeśli zrekompensuje brakujące doświadczenie obszerną wiedzą).
- c) Sytuacja finansowa z naciskiem na świadomość możliwości ponoszenia strat: Firma powinna określić, jaki odsetek strat klienci docelowi powinni być w stanie oraz powinni być gotowi ponieść (na przykład od niewielkich strat po stratę całkowitą) i czy istnieją jakiegokolwiek dodatkowe zobowiązania płatnicze, które mogą przekraczać zainwestowaną kwotę (na przykład wezwania do uzupełnienia depozytu). Można to również sformułować jako maksymalną część aktywów, jaką należy zainwestować.
- d) Tolerancja ryzyka i zgodność profilu ryzyka/zysku produktu z rynkiem docelowym: Firma powinna określić ogólne podejście, jakie klienci docelowi powinni stosować w odniesieniu do ryzyka związanego z inwestycjami. Podstawowe podejścia do ryzyka należy podzielić na kategorie (na przykład „ukierunkowane na ryzyko lub spekulacyjne”, „zrównoważone”, „konserwatywne”) i jasno opisać. Ponieważ różne firmy w łańcuchu mogą mieć różne podejścia do definiowania ryzyka, firma powinna wyraźnie określić kryteria, które muszą zostać spełnione, aby przyporządkować klienta w opisany sposób. W stosownych przypadkach firmy powinny stosować wskaźnik ryzyka przewidziany w rozporządzeniu PRIIP<sup>13</sup> lub w dyrektywie UCTIS, aby spełnić ten wymóg. W stosownych przypadkach firmy powinny również uwzględnić rodzaje ryzyka przedstawione w części opisowej poniżej ogólnego wskaźnika ryzyka PRIIP, takie jak ryzyko walutowe lub ryzyko płynności.

---

<sup>13</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz.U. L 352 z 9.12.2014, s. 1).

- e) Cele i potrzeby klientów: Firma powinna określić cele inwestycyjne i potrzeby klientów docelowych, z którymi produkt ma być zgodny, w tym szersze cele finansowe klientów docelowych lub ich ogólną strategię inwestycyjną. Cele te można uszczegółowić poprzez określenie konkretnych aspektów inwestycji i oczekiwań klientów docelowych. Poszczególne cele klientów i potrzeby, które produkt ma zaspokoić, mogą mieć zarówno konkretny, jak i ogólny charakter. Na przykład produkt może być stworzony po to, aby zaspokajać potrzeby określonej grupy wiekowej albo osiągnąć efektywność podatkową na podstawie kraju rezydencji podatkowej klientów, lub może być zaprojektowany ze specjalnymi właściwościami, które mają umożliwić realizację konkretnych celów inwestycyjnych takich jak, stosownie do przypadku, „ochrona waluty”, „regularne płatności” itp. Ponadto należy odnieść się do oczekiwanego horyzontu inwestycyjnego/zalecanego okresu utrzymywania (np. liczby lat, przez które inwestycja ma być utrzymywana), z należyтым uwzględnieniem potencjalnych skutków, jakie dla klientów może mieć wcześniejsze wyjście z inwestycji (na przykład pod względem kosztów).

20. W ramach szerokiej kategorii celów i potrzeb klientów firma powinna również określić wszelkie cele związane ze zrównoważonym rozwojem, z którymi produkt jest zgodny. Aby zapewnić wystarczający poziom szczegółowości rynku docelowego, firmy – określając cele związane ze zrównoważonym rozwojem – mogą w stosownych przypadkach określić następujące aspekty (zgodnie z definicją „preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju” zawartą w art. 2 pkt 7 rozporządzenia delegowanego uzupełniającego MiFID II<sup>14</sup> oraz doprecyzowaną w wytycznych ESMA w sprawie określonych aspektów wymogów MiFID II dotyczących odpowiedniości):

- a) minimalna część produktu, którą inwestuje się w zrównoważone środowiskowo inwestycje zdefiniowane w art. 2 pkt 1 rozporządzenia (UE) 2020/852<sup>15</sup>;
- b) minimalna część produktu, którą inwestuje się w zrównoważone inwestycje zdefiniowane w art. 2 pkt 17 rozporządzenia (UE) 2019/2088<sup>16, 17</sup>;
- c) jakie główne niekorzystne skutki (ang. *principal adverse impacts* – PAI) dla czynników zrównoważonego rozwoju są uwzględniane przez produkt, w tym kryteria ilościowe lub jakościowe wskazujące na to uwzględnienie. Firmy mogłyby (zamiast podejścia opartego na każdym wskaźniku PAI) stosować kategorie przedstawione w regulacyjnych standardach technicznych

---

<sup>14</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1).

<sup>15</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Dz.U. L 198 z 22.6.2020, s. 13).

<sup>16</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz.U. L 317 z 9.12.2019, s. 1).

<sup>17</sup> Minimalna część produktu, o której mowa w dwóch podpunktach powyżej, to część wskazana w wiążącej dokumentacji umownej produktu, takiej jak ta, o której mowa w art. 6 rozporządzenia (UE) 2019/2088, lub w innym odpowiednim dokumencie prawnym.

dotyczących rozporządzenia SFDR<sup>18</sup>, takie jak „emisje”, „charakterystyka energetyczna”, „woda i odpady” itp.;

- d) czy, w stosownych przypadkach, produkt koncentruje się na kryteriach związanych ze środowiskiem, społeczeństwem lub zarządzaniem lub na kombinacji tych kryteriów<sup>19</sup>.

21. W zależności od charakterystyki konkretnego produktu, który został wyprodukowany, opis jednej lub większej liczby powyższych kategorii może prowadzić do określenia szerokiej grupy klientów docelowych, która może obejmować także bardziej ograniczoną grupę. Na przykład, jeśli produkt uważa się za zgodny z klientami docelowymi, którzy mają odpowiednią wiedzę ogólną i doświadczenie, wówczas będzie on również zgodny z zaawansowanym poziomem wiedzy i doświadczenia.
22. Aby uniknąć ryzyka błędnych interpretacji i nieporozumień, producenci powinni wyraźnie zdefiniować pojęcia i terminologię wykorzystywane przy określaniu rynku docelowego na podstawie pięciu kategorii wymienionych w pkt 19 powyżej.

### **Określanie potencjalnego rynku docelowego: zróżnicowanie na podstawie charakteru wytwarzanego produktu**

23. Potencjalny rynek docelowy powinno się określać w odniesieniu do wszystkich produktów w sposób odpowiedni i proporcjonalny, z uwzględnieniem charakteru produktu. Oznacza to, że przy określaniu rynku docelowego należy uwzględnić charakterystykę produktu, w tym jego złożoność (łącznie z kosztami i strukturą opłat), profil ryzyka/zysku albo płynność, lub jego innowacyjny charakter.
24. W tym kontekście producenci powinni określić i adekwatnie stopniować poziom złożoności, jaki należy przypisać wytworzonym produktom, aby ustalić niezbędny poziom szczegółowości określenia rynku docelowego. Chociaż złożoność jest terminem względnym, zależnym od kilku czynników, firmy powinny również wziąć pod uwagę kryteria i zasady określone w art. 25 ust. 4 MiFID II.
25. W przypadku bardziej złożonych produktów, na przykład produktów strukturyzowanych o skomplikowanych profilach zwrotu, rynek docelowy powinno się określać bardziej szczegółowo. W przypadku prostszych i bardziej powszechnych produktów rynek docelowy można by określić mniej szczegółowo<sup>20</sup>. W zależności od produktu opis jednej lub większej liczby wyżej wspomnianych kategorii może być ogólniejszy. Im prostszy produkt, tym mniej szczegółowa może być kategoria.

---

<sup>18</sup> Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2022/1288 z dnia 6 kwietnia 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 w zakresie regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące treści i sposobu prezentacji informacji w odniesieniu do zasady „nie czyni poważnych szkód”, określających treść, metody i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do wskaźników zrównoważonego rozwoju i niekorzystnych skutków dla zrównoważonego rozwoju, a także określających treść i sposób prezentacji informacji w odniesieniu do promowania aspektów środowiskowych lub społecznych i celów dotyczących zrównoważonych inwestycji w dokumentach udostępnianych przed zawarciem umowy, na stronach internetowych i w sprawozdaniach okresowych (Dz.U. L 196 z 25.7.2022, s. 1).

<sup>19</sup> O których mowa w pkt 27 podpunkt drugi wytycznych ESMA w sprawie określonych aspektów wymogów MiFID II dotyczących odpowiedniości (nr ref. ESMA35-43-3172).

<sup>20</sup> Zob. motyw 19 dyrektywy delegowanej MiFID II.

26. W przypadku niektórych szczególnie złożonych i ryzykownych produktów, takich jak kontrakty na różnicę (CFD) i inne produkty o podobnych cechach, producenci powinni przeprowadzić bardzo ostrożną ocenę rynku docelowego prowadzącą do znacznego ograniczenia rynku docelowego lub zupełnego braku kompatybilnego rynku docelowego. Jeżeli producent uważa, że dla kontraktu na różnicę lub produktu o podobnych cechach nie istnieje kompatybilny rynek docelowy, nie powinien udostępniać produktu do dystrybucji. Jeżeli producent uzna, że istnieje rynek docelowy, którego potrzeby, cechy i cele są kompatybilne z kontraktem na różnicę lub produktem o podobnych cechach, taki rynek docelowy powinien w każdym przypadku ograniczać się do klientów skłonnych do podjęcia dużego ryzyka, którzy rozumieją związane z tym zagrożenia i którzy mogą pozwolić sobie oraz są przygotowani na, przeciętnie, stratę pieniędzy ze swojej inwestycji, i którzy poszukują inwestycji spekulacyjnych dających jedynie niewielką szansę wygenerowania zysków.
27. Producenci mogą również podjąć decyzję o określeniu rynku docelowego poprzez przyjęcie wspólnego podejścia w odniesieniu do niektórych produktów, jeżeli ich cechy są wystarczająco porównywalne („metoda grupowania”). Przyjmując metodę grupowania, producenci powinni stosować wystarczający poziom szczegółowości, aby zapewnić grupowanie wyłącznie produktów o wystarczająco porównywalnych cechach i ryzyku (tj. grupy powinny być same w sobie jednorodne i heterogeniczne w stosunku do innych grup). Zapewniając określenie jednorodnych grup, firmy powinny zwracać szczególną uwagę na poziom złożoności produktów, co oznacza, że im bardziej złożone staną się produkty bazowe danej grupy, tym bardziej szczegółowe powinno być grupowanie. Ogólnie rzecz biorąc, w przypadku niektórych bardziej złożonych produktów oczekuje się, że metoda grupowania nie będzie odpowiednia i że firmy powinny określić rynek docelowy na poziomie pojedynczego produktu.
28. Producenci przy grupowaniu produktów powinni brać pod uwagę wiele kluczowych czynników, takich jak: czynniki ryzyka (takie jak ryzyko rynkowe, kredytowe i płynności); struktura opłat (poziom i rodzaj kosztów); elementy opcjonalności (w przypadku instrumentów pochodnych lub produktów z wbudowanymi instrumentami pochodnymi); dźwignia finansowa; kwalifikowalność do umorzenia lub konwersji długu; zapisy dotyczące podporządkowania; obserwowalność instrumentu bazowego (np. wykorzystanie nieznanych lub nieprzejrzystych indeksów); gwarancje spłaty kapitału lub zapisy o jego ochronie; płynność produktu (tj. zbywalność w systemach obrotu, różnica (ang. *spread*) między ceną kupna i sprzedaży, ograniczenia zbywalności, opłaty za wyjście z inwestycji); czy waluta, w której denominowany jest dany produkt).
29. Stosując metodę grupowania, producent powinien zawsze sprawdzić i udokumentować w odniesieniu do każdego konkretnego produktu, czy należy on do określonej grupy, a tym samym czy można przypisać temu produktowi rynek docelowy określony dla tej grupy. W tym celu w ramach każdej grupy należy określić jasne kryteria. W każdym przypadku, stosując metodę grupowania, producenci powinni wziąć pod uwagę wyniki analizy struktury opłat i analizy scenariuszowej przeprowadzonych dla każdego produktu.

30. We wszystkich przypadkach, w tym w przypadku stosowania metody grupowania, rynek docelowy musi być określony na wystarczająco szczegółowym poziomie, aby uniknąć uwzględnienia jakichkolwiek grup inwestorów, z których potrzebami, cechami i celami dany produkt nie jest zgodny.
31. W przypadku produktów wytwarzanych na indywidualne zamówienie czy produktów „szytych na miarę”, rynkiem docelowym zazwyczaj będzie klient, który zamówił produkt, chyba że przewidziana jest również dystrybucja produktu na rzecz innych klientów.

### **Związek pomiędzy strategią dystrybucji producenta a jego definicją rynku docelowego**

32. Zgodnie z art. 16 ust. 3 MiFID II producent zapewnia, aby jego zamierzona strategia dystrybucji była zgodna z określonym rynkiem docelowym; natomiast zgodnie z art. 24 ust. 2 MiFID II producent musi podjąć uzasadnione działania w celu zapewnienia dystrybucji produktu na określonym rynku docelowym. Producent powinien zdefiniować swoją strategię dystrybucji w taki sposób, aby faworyzowała ona sprzedaż każdego produktu na rynku docelowym danego produktu. Oznacza to, że gdy producent może wybrać dystrybutorów swoich produktów, dokłada on wszelkich starań, aby wybrać dystrybutorów, którzy obsługują takich klientów i oferują takie usługi, które są zgodne z rynkiem docelowym danego produktu.
33. Przy definiowaniu strategii dystrybucji producent powinien określić zakres informacji na temat klientów, które są niezbędne dystrybutorowi do odpowiedniej oceny rynku docelowego dla danego produktu. W związku z tym producent powinien zaproponować taki rodzaj usługi inwestycyjnej, za której pomocą docelowi klienci powinni lub mogliby nabyć instrument finansowy. Jeśli uważa się, że do sprzedaży danego produktu nie jest potrzebne doradztwo, firma może również określić preferowany kanał nabycia.

## **5.3 Wytyczne dla dystrybutorów**

### **Moment określania rynku docelowego oraz związek oceny rynku docelowego, dokonywanej przez dystrybutora, z innymi procesami zarządzania produktami**

34. Dystrybutor powinien określać rynek docelowy (tj. określić „faktyczny” rynek docelowy dla danego produktu) w ramach ogólnego procesu podejmowania decyzji o zakresie usług i produktów, które dystrybutor ma dystrybuować. W związku z tym określenie faktycznego rynku docelowego powinno nastąpić na wczesnym etapie na zasadzie *ex ante* (tj. przed przystąpieniem do codziennej działalności lub przed podjęciem decyzji, czy dany produkt powinien zostać włączony do oferty firmy), na podstawie polityki biznesowej i strategii dystrybucji firmy określonych przez organ zarządzający. W szczególności określenie rynku docelowego produktów przeznaczonych do dystrybucji powinno zapewnić, aby decyzje podejmowane w celu zdefiniowania asortymentu produktów dystrybutora opierały się na uwzględnieniu cech, celów i potrzeb bazy klientów dystrybutora.
35. W szczególności dystrybutorzy powinni wziąć na siebie odpowiedzialność za zapewnienie – od samego początku – ogólnej spójności produktów oraz usług inwestycyjnych lub dodatkowych, które mają być oferowane, a także wybór produktów, które mają być

oferowane w ramach innych usług, aby zapewnić zgodność z potrzebami, cechami i celami klientów docelowych. Aspekty związane z tą ogólną spójnością produktów, usług i strategii dystrybucji z klientami docelowymi powinny zostać uwzględnione i sformalizowane w polityce firmy w zakresie oferowanych lub zapewnianych przez nią usług, działalności, produktów i operacji<sup>21</sup>.

36. Proces podejmowania decyzji w kwestii oferty usług i produktów w połączeniu z procesem określania rynku docelowego powinien bezpośrednio wpływać na sposób prowadzenia przez firmę codziennej działalności, gdyż wybory organu zarządzającego są wdrażane w ramach całego łańcucha decyzyjnego i całej hierarchii firmy. Procesy te będą miały wspólnie bezpośredni wpływ na zgodność oferowanych produktów i usług, a także będą wpływać na wszystkie inne istotne procesy powiązane ze świadczonymi usługami, zwłaszcza w odniesieniu do definiowania celów budżetowych i polityki wynagradzania personelu.
37. Firmy powinny skupić się w szczególności na usługach inwestycyjnych, za których pośrednictwem produkty będą oferowane na ich odpowiednich rynkach docelowych. W tym kontekście ESMA oczekuje należytego uwzględnienia charakteru produktów, ze szczególnym wzięciem pod uwagę tych produktów, które charakteryzują się złożonością/ryzykiem albo innymi istotnymi cechami (na przykład brakiem płynności lub innowacyjnością)<sup>22</sup>. Na przykład, jeśli dystrybutor ma szczegółowe informacje na temat niektórych klientów (na przykład dzięki istniejącym relacjom z nimi w ramach świadczenia doradztwa inwestycyjnego), może stwierdzić, że biorąc pod uwagę konkretny profil ryzyka/zysku produktu, interesy tej grupy klientów zostałyby najlepiej zaspokojone, gdyby wykluczono dla nich usługi w zakresie wykonywania zleceń. Podobnie dystrybutor może zdecydować, że niektóre proste produkty, które potencjalnie mogłyby być oferowane na zasadzie ograniczenia się wyłącznie do wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności, będą oferowane wyłącznie zgodnie z wymogami w zakresie adekwatności lub odpowiedniości, aby zapewnić klientom wyższy stopień ochrony.
38. W szczególności dystrybutorzy powinni zdecydować, które produkty mają być rekomendowane (również w drodze świadczenia usługi zarządzania portfelem) lub oferowane albo aktywnie reklamowane określonym grupom klientów (wyróżniającym się wspólnymi cechami pod względem wiedzy, doświadczenia, sytuacji finansowej itd.). Dystrybutorzy powinni także zdecydować, które produkty będą udostępniane (istniejącym lub przyszłym) klientom z ich własnej inicjatywy poprzez usługi w zakresie wykonywania

---

<sup>21</sup> Zgodnie z art. 9 ust. 3 lit. b) MiFID II.

<sup>22</sup> Jest to zgodne z motywem 18 dyrektywy delegowanej MiFID II, który stanowi, co następuje: „W świetle wymogów określonych w dyrektywie 2014/65/UE i w interesie ochrony inwestorów zasady zarządzania produktami powinny mieć zastosowanie do wszystkich produktów sprzedawanych na rynkach pierwotnych i wtórnych, bez względu na rodzaj oferowanego produktu lub świadczonej usługi oraz na wymogi mające zastosowanie w miejscu sprzedaży. Zasady te można jednak stosować w sposób proporcjonalny, w zależności od złożoności produktu oraz stopnia, w jakim można pozyskać dostępne publicznie informacje, uwzględniając charakter instrumentu, usługi inwestycyjnej i rynku docelowego. Proporcjonalność oznacza, że zasady te mogłyby być stosunkowo proste w odniesieniu do pewnych prostych produktów dystrybuowanych na zasadzie ograniczenia się do realizacji składanych zleceń, jeżeli takie produkty odpowiadałyby potrzebom i cechom masowego rynku detalicznego”.



zleceń bez aktywnej działalności marketingowej, biorąc pod uwagę fakt, że w takich sytuacjach poziom dostępnych informacji o klientach może być bardzo ograniczony.

39. Na tych samych etapach podejmowania ogólnych decyzji dystrybutorzy powinni rozważyć, jakie strategie dystrybucji należy zastosować w odniesieniu do różnych grup klientów, w tym sposób wprowadzania produktów do obrotu. W szczególności w przypadku, gdy firmy zamierzają stosować do dystrybucji niektórych produktów praktyki „szturchania” (ang. *nudging*) i zaangażowania cyfrowego (ang. *digital engagement*), takie jak techniki gamifikacji<sup>23</sup>, dystrybutorzy powinni uważnie ocenić, czy stosowanie takich technik byłoby w najlepszym interesie grupy klientów, w odniesieniu do której takie strategie byłyby stosowane. Dystrybutorzy powinni zatem określić, którym grupom klientów będą udostępniane takie usługi, kierując się charakterystyką klientów lub potencjalnych klientów. Niektóre techniki gamifikacji (takie jak te stosowane w aplikacjach do handlu instrumentami finansowymi, które służą nakierowaniu (potencjalnego) klienta na szkodliwe zachowania, np. maksymalizację liczby transakcji) nigdy nie będą w interesie klienta. Ponadto praktyki „szturchania” i zaangażowania cyfrowego mogą przyczynić się do dystrybucji produktów poza ich rynkiem docelowym. Określając rynek docelowy swoich usług, dystrybutorzy powinni również zwrócić szczególną uwagę na sytuacje, w których klientom będzie dostarczany pakiet usług, obejmujący zarówno usługi wykonywania zleceń, jak i usługę dodatkową polegającą na udzielaniu pożyczek umożliwiających klientowi zawarcie transakcji.
40. W każdym razie w przypadku gdy na podstawie wszelkich informacji i danych, którymi dysponują dystrybutorzy i które zostały zebrane w ramach świadczenia usług inwestycyjnych lub dodatkowych albo poprzez inne źródła, łącznie z informacjami uzyskanymi od producentów, dystrybutor oceni, że dany produkt nigdy nie będzie odpowiadał potrzebom i cechom jego istniejących lub przyszłych klientów, nie powinien włączać tego produktu do swojej oferty produktów (tj. które produkty będą oferowane, komu oraz w ramach jakich usług inwestycyjnych).

### **Związek pomiędzy wymogami w zakresie zarządzania produktami a oceną odpowiedności lub adekwatności**

41. Zobowiązanie dystrybutora do określenia faktycznego rynku docelowego oraz do zapewnienia, że produkt jest dystrybuowany zgodnie z faktycznym rynkiem docelowym, nie jest zastępowane oceną odpowiedności lub adekwatności oraz musi zostać zrealizowane oprócz oceny i przed jej przeprowadzeniem. W szczególności określenie rynku docelowego dla danego produktu oraz powiązanej strategii dystrybucji powinno

---

<sup>23</sup> Techniki gamifikacji (inaczej grywalizacji) polegają na dodaniu do kontekstów niezwiązanych z grami, takich jak usługi finansowe, elementów gry lub elementów rywalizacji przypominających grę. Przykładem elementów przypominających grę jest zdobywanie punktów lub odznak; prowadzenie tabeli punktów lub rankingu liderów; przedstawianie wyników na wykresach; wykorzystywanie historii lub awatarów przemawiających do użytkowników w celu ich zaangażowania; lub wprowadzanie członków zespołu w celu doprowadzenia do konfliktów, współpracy lub konkurencji. Gamifikacja to rodzaj możliwej do zastosowania praktyki zaangażowania cyfrowego; z kolei pojęcie praktyk zaangażowania cyfrowego odnosi się do tego, w jaki sposób użytkownicy wchodzi w interakcję z aplikacją lub platformą.

zapewnić, że produkt trafi do grupy klientów, z myślą o których potrzebach, cechach i celach został zaprojektowany, a nie do innej grupy klientów, z którą może nie być zgodny.

### **Określanie rynku docelowego przez dystrybutora: kategorie, które należy uwzględnić**

42. Dystrybutorzy powinni korzystać z tej samej listy kategorii co producenci (zob. pkt 19 i 20), traktując ją jako podstawę określania rynku docelowego dla swoich produktów, a także unikając łączenia dwóch lub większej liczby kategorii (zob. pkt 16). Dystrybutorzy powinni jednak zdefiniować rynek docelowy na wyższym poziomie szczegółowości, a także powinni wziąć pod uwagę rodzaj klientów, którym świadczą usługi inwestycyjne, charakter produktów oraz rodzaj oferowanych usług inwestycyjnych, jak również poziom szczegółowości informacji gromadzonych od klientów. W tym kontekście dystrybutorzy powinni zapewnić, aby pojęcia stosowane do określenia faktycznych rynków docelowych dla produktów były zgodne z pojęciami stosowanymi w kontekście ustaleń dotyczących odpowiedniości i adekwatności. Na przykład w odniesieniu do kategorii wiedzy i doświadczenia rynku docelowego określonych przez producenta, które mogą ogólnie odnosić się do „podstawowych”, „przeciętnych” lub „zaawansowanych” inwestorów, dystrybutor powinien przyjąć bardziej szczegółową klasyfikację zgodną z jego ustaleniami dotyczącymi odpowiedniości lub adekwatności, w stosownych przypadkach biorąc pod uwagę cechy produktów; innym przykładem może być dystrybutor, który w odniesieniu do kategorii tolerancji klientów na ryzyko określa gotowość klientów do podjęcia ryzyka spadku wartości produktu o określony procent. Co ważne, przy określaniu faktycznego rynku docelowego produktów dystrybutorzy powinni stosować spójne terminy i definicje oraz powinni zapewnić spójność między faktycznymi rynkami docelowymi określonymi dla produktów o jednorodnych cechach produktu.
43. Ponieważ producent musi określić potencjalny rynek docelowy na podstawie swojej wiedzy teoretycznej i swojego doświadczenia z podobnymi produktami, oznacza to, że określi rynek docelowy danego produktu bez konkretnej wiedzy na temat poszczególnych klientów. W związku z tym producent dokona oceny z ogólniejszym uwzględnieniem tego, w jaki sposób cechy/charakter produktu odpowiadałyby określonym rodzajom inwestorów, na podstawie swojej wiedzy na temat rynków finansowych oraz swojego wcześniejszego doświadczenia z podobnymi produktami. W ten sposób granice zostają wprowadzone na bardziej abstrakcyjnym poziomie.
44. Z drugiej strony dystrybutor musi określić faktyczny rynek docelowy z uwzględnieniem granic potencjalnego rynku docelowego określonego przez producenta. Dystrybutorzy powinni oprzeć swój rynek docelowy na posiadanych informacjach i wiedzy na temat własnej bazy klientów, a także na informacjach ewentualnie otrzymanych od producenta albo na informacjach uzyskanych we własnym zakresie poprzez badanie źródeł wtórnych (zwłaszcza w przypadkach, gdy dystrybutor jest nową firmą, która jeszcze nie posiada dostatecznie dużo faktycznych informacji na temat własnych klientów). Dystrybutorzy powinni użyć ogólniejszej oceny rynku docelowego przeprowadzonej przez producenta razem z istniejącymi informacjami na temat swoich obecnych lub przyszłych klientów, aby określić własny rynek docelowy dla produktu, to jest grupy klientów, którym mają zamiar faktycznie oferować dany produkt świadcząc swoje usługi.

45. W tym celu dystrybutorzy powinni przeprowadzić dokładną analizę cech swojej bazy klientów, tj. zarówno istniejących, jak i przyszłych klientów (na przykład dystrybutor może mieć klientów z depozytami bankowymi, którym zamierza oferować usługi inwestycyjne). Dystrybutorzy powinni wykorzystywać wszelkie informacje i dane, które uznają za przydatne i dostępne w tym celu, a także którymi mogą dysponować i które zostały zebrane poprzez świadczenie usług inwestycyjnych lub dodatkowych. Dodatkowo dystrybutorzy mogą wykorzystywać wszelkie informacje i dane, które uznają za przydatne i dostępne, a także którymi mogą dysponować i które zostały zebrane poprzez inne źródła niż świadczenie usług inwestycyjnych lub dodatkowych.
46. Przy poprawianiu rynku docelowego producenta dystrybutor nie powinien odbiegać od fundamentalnych decyzji podjętych w związku z określaniem tego rynku. Dystrybutorzy nie mogą jednak polegać na rynku docelowym producenta, nie rozważając przy tym, w jaki sposób rynek docelowy zdefiniowany przez producenta pasowałby do ich bazy klientów. W tym celu dystrybutorzy powinni wdrożyć i utrzymać dedykowany proces, który powinien być stosowany we wszystkich przypadkach. Taki proces podlega zasadzie proporcjonalności, tj. analiza i – w razie potrzeby – poprawa przez dystrybutora rynku docelowego zdefiniowanego przez producenta powinny być intensywniejsze w odniesieniu do bardziej złożonych produktów i mniej intensywne w odniesieniu do prostszych, powszechniejszych produktów. Aby zapewnić właściwą analizę takich bardziej złożonych produktów, dystrybutorzy powinni również ustalić, czy oprócz opisu rynku docelowego producenta potrzebują dostępu do ocen leżących u podstaw tego opisu, takich jak wyniki analizy scenariuszowej i analizy struktury opłat producenta. Jeśli w wyniku tego procesu dystrybutor dojdzie do wniosku, że rynek docelowy zdefiniowany przez producenta nie wymaga poprawy, wówczas może stosować rynek docelowy producenta w formie przez niego ustalonej.
47. Dystrybutorzy mogą także podjąć decyzję o określeniu rynku docelowego poprzez przyjęcie w odniesieniu do niektórych produktów metody grupowania zgodnie z zasadami zapewnienia wystarczającego poziomu szczegółowości, jak wskazano w pkt 27–30. Na przykład na potrzeby zapewnienia, aby do celów określenia rynku docelowego połączone w grupę były tylko UCITS o wystarczająco porównywalnych cechach, czynnikami różnicującymi byłyby rodzaje klas aktywów, w które inwestuje UCITS, jego strategia inwestycyjna, ryzyko, struktura opłat (np. poziom i rodzaje kosztów), jakkolwiek zastosowana dźwignia finansowa itp. Czynniki te należy stosować w sposób łączny.
48. Zwykle dystrybutor ocenia rynek docelowy po tym, gdy producent powiadomił go o swoim rynku docelowym. Jednak może się zdarzyć, że producent i dystrybutor w tym samym czasie zdefiniują rynek docelowy producenta i rynek docelowy dystrybutora, łącznie z przeglądem i procesem poprawy. Taka sytuacja może wystąpić na przykład wtedy, gdy producent i dystrybutor razem określają wspólny standard rynku docelowego dla produktów, którymi zwykle się wymieniają. Zarówno producent, jak i dystrybutor zachowują swoją odpowiedzialność za swoje obowiązki w zakresie określenia rynku docelowego, przewidziane w MiFID II i dyrektywie delegowanej MiFID II oraz bardziej szczegółowo opisane w niniejszych wytycznych dotyczących określania rynku docelowego. Producent w dalszym ciągu musi podjąć właściwe działania w celu zapewnienia, aby produkty

dystrybuowano na określonym rynku docelowym, a dystrybutor musi zapewnić, aby produkty oferowano lub rekomendowano tylko wtedy, gdy leży to w interesie klientów.

49. Przy definiowaniu asortymentu produktów dystrybutorzy powinni zwrócić szczególną uwagę na sytuacje, w których mogą nie być w stanie przeprowadzić dokładnej oceny rynku docelowego ze względu na rodzaj świadczonych usług (w szczególności dotyczy to usług w zakresie wykonywania zleceń, które podlegają badaniu adekwatności lub reżimu wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności). Jest to szczególnie istotne dla produktów charakteryzujących się złożonością/ryzykiem (albo innymi istotnymi cechami, na przykład brakiem płynności lub innowacyjnością), a także w sytuacjach, w których mogą wystąpić poważne konflikty interesów (na przykład w odniesieniu do produktów wydanych przez samą firmę lub przez inne podmioty należące do grupy). W takich okolicznościach najważniejsze jest, aby dystrybutorzy należycie uwzględnili wszystkie istotne informacje przekazane przez producenta produktu, zarówno w odniesieniu do rynku docelowego, jak i strategii dystrybucji.

#### **Określanie rynku docelowego: zróżnicowanie na podstawie charakteru dystrybuowanego produktu**

50. Identyfikacja rynku docelowego przez dystrybutora powinna zostać również przeprowadzona w sposób odpowiedni i proporcjonalny do charakteru produktu, zgodnie z pkt 23-31.
51. W przypadku gdy producent określił rynek docelowy dla prostszych, powszechniejszych produktów, określenie rynku docelowego przez dystrybutora niekoniecznie musi prowadzić do poprawy rynku docelowego zdefiniowanego przez producenta.

#### **Określanie i ocena rynku docelowego przez dystrybutora: interakcje z usługami inwestycyjnymi**

52. Jak wspomniano powyżej, dystrybutorzy są zobowiązani do określenia i oceny okoliczności i potrzeb grupy klientów, którym zamierzają faktycznie oferować lub rekomendować produkt, aby zapewnić zgodność pomiędzy danym produktem a odnośnymi klientami docelowymi. Zobowiązanie to powinno stosować się w sposób proporcjonalny w zależności nie tylko od charakteru produktu (zob. pkt 50), lecz także od rodzaju usług inwestycyjnych świadczonych przez firmy.
53. W tym kontekście należy zauważyć, że z jednej strony na ocenę *ex ante* faktycznego rynku docelowego wpływają świadczone usługi, ponieważ taka ocena może zostać przeprowadzona bardziej lub mniej dokładnie w zależności od poziomu dostępności informacji na temat klientów, który z kolei zależy od rodzaju świadczonych usług oraz od przestrzegania zasad ich świadczenia (w szczególności doradztwo inwestycyjne i zarządzanie portfelem umożliwiają zdobycie szerszego zestawu informacji na temat klientów w porównaniu z innymi usługami). Z drugiej strony ocena rynku docelowego wpływa na decyzję dotyczącą rodzaju usług, które mają być świadczone w odniesieniu do charakteru produktu oraz okoliczności i potrzeb określonych klientów docelowych, przy

czym należy uwzględnić fakt, że poziom ochrony inwestorów różni się dla poszczególnych usług inwestycyjnych w zależności od zasad obowiązujących w punkcie sprzedaży. W szczególności usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem pozwalają na wyższy stopień ochrony inwestorów w porównaniu z innymi usługami, które podlegają badaniu adekwatności lub ograniczają się wyłącznie do wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności.

54. W związku z tym oczekuje się, że przy definiowaniu swojego asortymentu produktów dystrybutorzy będą zwracać szczególną uwagę na sytuacje, w których mogą nie być w stanie przeprowadzić dokładnej oceny rynku docelowego na podstawie rodzaju świadczonych usług. W szczególności gdy dystrybutorzy tylko świadczą usługi w zakresie wykonywania zleceń z oceną adekwatności (na przykład za pośrednictwem platformy brokerskiej), powinni uwzględnić fakt, że zazwyczaj będą w stanie przeprowadzić ocenę faktycznego rynku docelowego, która ogranicza się do pojedynczych kategorii wiedzy i doświadczenia klientów (zob. pkt 19 lit. b)); w przypadku gdy dystrybutorzy tylko świadczą usługi w zakresie wykonywania zleceń pod reżimem wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności, zazwyczaj nawet ocena wiedzy i doświadczenia klientów nie będzie możliwa<sup>24</sup>. W takim kontekście firmy powinny zwrócić szczególną uwagę na strategię dystrybucji zaproponowaną przez producenta (zob. pkt 33, 59–61).
55. Jest to szczególnie istotne dla produktów charakteryzujących się złożonością/ryzykiem (albo innymi istotnymi cechami, na przykład innowacyjnością), a także w sytuacjach, w których mogą wystąpić poważne konflikty interesów (na przykład w odniesieniu do produktów wydanych przez grupę firmy lub gdy dystrybutorzy otrzymują zachęty od stron trzecich), przy czym należy mieć na uwadze ograniczony poziom ochrony zapewnianej klientom w punkcie sprzedaży na podstawie badania adekwatności (lub całkowity brak ochrony w przypadku usług, które ograniczają się do wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności). W takich okolicznościach najważniejsze jest, aby dystrybutorzy należycie uwzględnili wszystkie istotne informacje przekazane przez producenta produktu, zarówno w odniesieniu do potencjalnego rynku docelowego, jak i strategii dystrybucji. Na przykład, w przypadku gdy rynek docelowy zdefiniowany przez producenta opisuje produkt o szczególnych cechach, który wymaga nie tylko posiadania przez klienta szczegółowej wiedzy i doświadczenia, lecz także konkretnej sytuacji finansowej oraz wyjątkowych celów/potrzeb, dystrybutor może zdecydować się na przyjęcie ostrożnego podejścia poprzez niewłączanie danego produktu do swojego asortymentu produktów (mimo że firma byłaby w stanie ocenić *ex ante* zgodność tego produktu ze swoją bazą klientów pod kątem wiedzy i doświadczenia).

---

<sup>24</sup> Jak wyjaśniono powyżej (zob. pkt 45), w celu zdefiniowania rynku docelowego oprócz informacji zebranych poprzez świadczenie usług inwestycyjnych lub dodatkowych dystrybutorzy powinni wykorzystywać wszelkie inne informacje i dane, które uznają za przydatne, a także którymi mogą dysponować i które zostały zebrane przez inne źródła. W związku z tym nawet firmy świadczące jedynie usługi inwestycyjne, które podlegają badaniu adekwatności lub ograniczają się do wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności, mogą być w stanie przeprowadzić dokładniejszą ocenę rynku docelowego.

56. Ponadto biorąc pod uwagę fakt, że poziom ochrony klienta zmniejsza się, gdy dostępne informacje nie wystarczają na przeprowadzenie pełnej oceny rynku docelowego, dystrybutorzy mogą również pozwolić klientom na działanie bez doradztwa, jednak po uprzednim ostrzeżeniu ich, że firma nie jest w stanie ocenić ich pełnej zgodności z tego rodzaju produktami. W każdym razie, jak wspomniano w pkt 60, decyzja ta powinna zawsze opierać się na wzięciu pod uwagę cech produktu (np. pod względem kosztów/złożoności), jak również innych istotnych sytuacji (takich jak wystąpienie konfliktu interesów w przypadku subemisji własnych instrumentów lub w przypadku zachęt). W związku z tym produkty nie powinny być dystrybuowane w ramach transakcji sprzedaży, której nie towarzyszy świadczenie usług połączonych z doradztwem, jeżeli dystrybutor nie może racjonalnie oczekiwać (tj. *ex ante*), że strategia dystrybucji produktu (w tym dotycząca go strategia marketingowa i informacyjna) zasadniczo pozwoli produktowi na dotarcie do określonego rynku docelowego. Podobnie umieszczenie ostrzeżenia, że firma nie jest w stanie ocenić pełnej zgodności klienta z danym produktem, nie zwalnia jej z obowiązku przeglądu produktów, uwzględniającego również sprzedaż poza rynkiem docelowym (zob. także pkt 72).
57. Natomiast jeśli dystrybutorzy zamierzają zwracać się do obecnych lub przyszłych klientów w dowolny sposób, który umożliwi rekomendowanie albo aktywny marketing produktu, lub rozważają włączenie danego produktu do swojego asortymentu produktów w celu świadczenia usługi zarządzania portfelem, wówczas zawsze powinno się przeprowadzić dokładną ocenę rynku docelowego.

### **Strategia dystrybucji zdefiniowana przez dystrybutora**

58. Dystrybutor powinien uwzględnić i krytycznie przeanalizować strategię dystrybucji określoną przez producenta. Jednak ostatecznie, w tym również w sytuacji, gdy producent jest podmiotem niepodlegającym MiFID II i w związku z tym nie jest zobowiązany do określenia strategii dystrybucji, dystrybutor powinien zdefiniować własną strategię dystrybucji w świetle informacji dotyczących jego bazy klientów i rodzaju świadczonych usług.
59. Biorąc pod uwagę charakter produktu i usługi inwestycyjnej, dystrybutorzy powinni doprecyzować strategię dystrybucji określoną przez producenta, uwzględniając charakterystykę bazy klientów dystrybutora. W szczególności, dokonując takiego doprecyzowania, w przypadku gdy dystrybutor uważa, że bardziej złożony produkt o stosunkowo wąskim rynku docelowym może być dystrybuowany także w ramach usług, którym nie towarzyszy świadczenie usług połączonych z doradztwem, powinien on określić dodatkowe środki w celu zapewnienia zgodności strategii dystrybucji z rynkiem docelowym produktu. W takich przypadkach dystrybutorzy powinni wziąć pod uwagę takie aspekty, jak:

- to, jaka strategia marketingowa powinna być stosowana w odniesieniu do produktu (np. aktywna działalność marketingowa, stosowanie technik „szturchania” lub gamifikacji, „influencerzy finansowi”<sup>25</sup> itp.). Na przykład dystrybutor może podjąć decyzję o udostępnieniu bardziej złożonego produktu wyłącznie na wniosek klienta i o niewprowadzaniu go aktywnie do obrotu ani niestosowaniu jakichkolwiek technik gamifikacji lub niekorzystaniu z pomocy influencerów finansowych w dystrybucji takiego produktu wśród swoich klientów; oraz
- to, czy i w jaki sposób produkt powinien być wyświetlany w architekturze wyboru klienta. Na przykład dystrybutor mógłby podjąć decyzję o niewyświetlaniu bardziej złożonego produktu w widocznym miejscu na stronie internetowej lub na szczycie wyników wyszukiwania klienta lub mógłby podjąć decyzję o wyświetlaniu takiego produktu wyłącznie na żądanie klienta.

60. W szczególności, należycie uwzględniając strategię dystrybucji sugerowaną przez producenta, dystrybutor może zdecydować się na stosowanie ostrożniejszego podejścia poprzez świadczenie usług inwestycyjnych, które zapewniają inwestorom wyższy poziom ochrony, na przykład doradztwa inwestycyjnego. Na przykład, jeśli producent uważa, że właściwości danego produktu są zgodne ze strategią dystrybucji poprzez świadczenie usług niepołączonych z doradztwem, dystrybutor może w dalszym ciągu zdecydować, że jego obecni lub potencjalni klienci mają takie cechy (na przykład bardzo ograniczona wiedza i brak doświadczenia związanego z inwestowaniem w dany rodzaj produktu, niestabilna sytuacja finansowa i bardzo krótkoterminowe cele), które powodują, że doradztwo inwestycyjne byłoby najodpowiedniejszym sposobem zabezpieczenia ich najlepszych interesów.

61. Z drugiej strony dystrybutor, w określonych okolicznościach, może zdecydować się na przyjęcie mniej ostrożnego podejścia w odniesieniu do strategii dystrybucji zdefiniowanej przez producenta. Na przykład, jeśli producent uważa, że ze względu na swoje szczególne cechy dany produkt powinien być oferowany poprzez doradztwo inwestycyjne, dystrybutor w dalszym ciągu może udostępniać ten produkt poprzez usługi w zakresie wykonywania zleceń, świadczone na rzecz konkretnego segmentu klientów. W takich sytuacjach ESMA oczekuje, że dystrybutor będzie postępować w taki sposób wyłącznie po przeprowadzeniu dokładnej analizy właściwości produktów i cech klientów docelowych. Ponadto taka decyzja powinna zostać zgłoszona producentowi w ramach spoczywającego na dystrybutorze obowiązku przekazania producentowi informacji o sprzedaży w sposób umożliwiający producentowi uwzględnienie tych informacji w ramach jego procesu zarządzania produktowego oraz przy wyborze odpowiednich dystrybutorów (jak opisano w pkt 32 i 33).

---

<sup>25</sup> Influencerem jest zwykle osoba, która aktywnie działa w mediach społecznościowych i:

- ma zdolność wpływania na decyzje zakupowe innych osób ze względu na swój autorytet, wiedzę, pozycję lub relacje z odbiorcami; oraz
- ma obserwatorów w określonej niszy, z którymi aktywnie się komunikuje. Skala zasięgów zależy od wielkości niszy.

Influencer finansowy („finfluencer”) generuje treści na tematy finansowe, takie jak inwestycje.

## Zarządzanie portfelem, podejście portfelowe, zabezpieczenie i dywersyfikacja

62. W ramach świadczenia klientowi usług doradztwa inwestycyjnego z podejściem portfelowym oraz zarządzania portfelem dystrybutor może wykorzystywać produkty do celów dywersyfikacji i zabezpieczenia. W tym kontekście produkty mogą być sprzedawane poza rynkiem docelowym, jeśli portfel jako całość lub jako połączenie instrumentu finansowego z jego zabezpieczeniem jest odpowiedni dla klienta. Sprzedaż poza pozytywnym rynkiem docelowym produktu może również mieć miejsce w związku z celami produktu dotyczącymi zrównoważonego rozwoju, pod warunkiem że podejście to jest zgodne z podejściem nakreślonym w wytycznych ESMA dotyczących odpowiedniości<sup>26</sup>.
63. Określenie rynku docelowego przez dystrybutora pozostaje bez uszczerbku dla oceny odpowiedniości. Oznacza to, że w określonych przypadkach mogą wystąpić dopuszczalne odchylenia pomiędzy określeniem rynku docelowego a indywidualną kwalifikowalnością klienta, jeśli rekomendacja lub sprzedaż produktu spełnia wymogi odpowiedniości odnoszące się do portfela, a także wszystkie inne obowiązujące wymogi prawne (w tym dotyczące ujawnień, identyfikacji i zarządzania konfliktami interesów oraz wynagrodzenia i zachęt).
64. Świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego z zastosowanym podejściem portfelowym lub świadczenie usług zarządzania portfelem nie zwalnia firmy z obowiązku określenia rynku docelowego dla każdego produktu, który ma być dystrybuowany, ani z obowiązku monitorowania odchyleń od rynku docelowego, co ma zagwarantować, że produkty będą dystrybuowane poza rynkiem docelowym wyłącznie wtedy, gdy jest to uzasadnione celem, jakim jest dywersyfikacja lub zabezpieczenie. W tym celu nie można uzasadniać względami dywersyfikacji lub zabezpieczenia odchyleń od kategorii „rodzaj klienta” oraz „wiedza i doświadczenie klientów” odnoszących się do rynku docelowego produktu. Jednak w przypadku zarządzania portfelem, ze względu na szczególny charakter tej usługi, poziom „wiedzy i doświadczenia klientów” rynku docelowego może uwzględniać podejście określone w wytycznych ESMA dotyczących odpowiedniości<sup>27</sup>.
65. Dystrybutor nie jest zobowiązany do zgłaszania producentowi sprzedaży poza pozytywnym rynkiem docelowym, jeśli sprzedaż ta służy celom dywersyfikacji i zabezpieczenia oraz w dalszym ciągu jest odpowiednia, biorąc pod uwagę cały portfel klienta lub zabezpieczane ryzyko.

---

<sup>26</sup> Pkt 88 wytycznych ESMA dotyczących odpowiedniości (ESMA35-43-3172).

<sup>27</sup> W szczególności, jak wyjaśniono w pkt 38 podpunkt drugi wytycznych ESMA dotyczących odpowiedniości, „[...] gdy ma być świadczona usługa zarządzania portfelem – ze względu na fakt, że decyzje inwestycyjne ma w imieniu klienta podejmować firma – poziom wiedzy i doświadczenia potrzebnych klientowi w zakresie wszystkich instrumentów finansowych, które mogą potencjalnie znaleźć się w portfelu, może być niższy od poziomu, który klient powinien posiadać w przypadku, gdy ma być świadczona usługa doradztwa inwestycyjnego. Jednak nawet w takim przypadku klient powinien przynajmniej rozumieć łączne ryzyko związane z portfelem i posiadać ogólną wiedzę o ryzyku związanym z poszczególnymi rodzajami instrumentów finansowych, które mogą znaleźć się w portfelu. Firmy powinny posiadać jednoznaczne informacje i wiedzę o profilu inwestycyjnym klienta”.



66. Sprzedaż produktów na negatywnym rynku docelowym zawsze powinna być zgłaszana producentowi i ujawniana klientowi, nawet jeśli służy celom dywersyfikacji i zabezpieczenia. Ponadto sprzedaż na negatywnym rynku docelowym powinna zdarzać się rzadko, nawet jeśli służy celom dywersyfikacji (zob. również pkt 80–88).

**Przeprowadzanie przed producenta i dystrybutora regularnego przeglądu w celu właściwej oceny, czy produkty i usługi trafiają na rynek docelowy**

67. Zgodnie z art. 16 ust. 3 MiFID II i art. 9 i 10 dyrektywy delegowanej MiFID II producenci i dystrybutorzy są zobowiązani do przeprowadzania regularnego przeglądu produktów w celu oceny, czy dany produkt w dalszym ciągu odpowiada potrzebom, cechom i celom, w tym jakimkolwiek celom związanym ze zrównoważonym rozwojem, określonego rynku docelowego oraz czy zamierzona strategia dystrybucji pozostaje odpowiednia.

68. Firmy powinny stosować zarówno ilościowe, jak i jakościowe kryteria przeglądu produktów, odnoszące się do cech produktu (np. zmian czynników ryzyka produktu, strategii inwestycyjnej, struktury kosztów (np. poziomu i rodzajów kosztów)), warunków rynkowych (np. niekorzystnych warunków rynkowych, zmian regulacyjnych) i dystrybucji (np. skarg klientów, sprzedaży poza rynkiem docelowym, wyników ankiet klientów, zachowań handlowych klientów online). Firmy powinny określić częstotliwość i dogłębność przeglądów produktów, uwzględniając przy tym charakter produktu i, w stosownych przypadkach, usługi. Na przykład w przypadku niektórych prostszych produktów dystrybuowanych w ramach wyłączenia obejmującego wykonywanie lub przyjmowanie i przekazywanie zleceń bez przeprowadzania oceny adekwatności przeglądy produktów mogą być rzadsze i wymagać mniejszej szczegółowości, a przeglądy ad hoc w takich przypadkach mogą w dużym stopniu być prowadzone w odpowiedzi na skargi klientów lub zdarzenia rynkowe, które mają znaczący wpływ na profil ryzyka i zwrotu danego produktu. Producent, który doradzał emitentowi korporacyjnemu w sprawie wprowadzenia nowego produktu na rynek, może również stosować obowiązek przeglądu w odniesieniu do tego produktu w sposób proporcjonalny, niezależnie od tego, czy dotyczy on produktu prostszego czy bardziej złożonego.

69. Producenci powinni rozważyć w sposób proporcjonalny, jakich informacji potrzebują, aby przeprowadzić przegląd, i w jaki sposób mogą zebrać te informacje. Zgodnie z motywem 20 dyrektywy delegowanej MiFID II istotne informacje mogą obejmować, na przykład, informacje dotyczące zastosowanych kanałów dystrybucji, dane dotyczące wielkości sprzedaży poza rynkiem docelowym, informacje podsumowujące dotyczące rodzajów klientów, zestawienie otrzymanych skarg, a także zasugerowane przez producenta pytania w celu uzyskania informacji zwrotnych, zadane wybranej grupie klientów. Tego rodzaju informacje mogą mieć formę zagregowaną i nie muszą być podzielone według instrumentów lub sprzedaży.

70. Aby wesprzeć przeglądy dokonywane przez producentów, dystrybutorzy muszą przekazywać im informacje dotyczące sprzedaży oraz, w stosownych przypadkach, wszelkie inne istotne informacje, które mogą być wynikiem własnego przeglądu okresowego dokonanego przez dystrybutora. W każdym przypadku, gdy dystrybutorzy

dysponują istotnymi informacjami, które mogą przydać się w przeglądach prowadzonych przez producentów, powinni przekazywać je producentowi proaktywnie, a nie przekazywać je wyłącznie na wniosek producenta. Ponadto dystrybutorzy powinni uwzględnić dane i informacje, które mogą wskazywać, że błędnie określili rynek docelowy w odniesieniu do konkretnego produktu lub konkretnej usługi albo że produkt lub usługa nie odpowiadają już okolicznościom związanym z określonym rynkiem docelowym, na przykład gdy z powodu zmian na rynku produkt straci płynność lub stanie się bardzo zmienny. Wszelkie tego rodzaju informacje podlegają zasadzie proporcjonalności i zasadniczo mogą mieć formę zagregowaną, czyli, ogólnie rzecz biorąc, nie muszą być podzielone według instrumentów lub sprzedaży. Jednak w przypadkach mających szczególne znaczenie dla konkretnych pojedynczych instrumentów należy dostarczyć informacje dotyczące poszczególnych instrumentów (na przykład gdy dystrybutor dojdzie do wniosku, że rynek docelowy dla konkretnego produktu został określony w sposób nieprawidłowy).

71. W odniesieniu do zgłaszania informacji dotyczących sprzedaży poza rynkiem docelowym producenta dystrybutorzy powinni być w stanie zgłaszać wszelkie decyzje, które podjęli w celu realizacji sprzedaży poza rynkiem docelowym lub rozszerzenia strategii dystrybucji rekomendowanej przez producenta, a także informacje dotyczące sprzedaży poza rynkiem docelowym (łącznie ze sprzedażą na negatywnym rynku docelowym), z uwzględnieniem wyjątków, o których mowa w pkt 65.
72. Na potrzeby własnego przeglądu dystrybutorzy powinni określić, jakie informacje są im potrzebne, aby mogli oni wyciągnąć wiarygodne wnioski na temat tego, czy produkty były dystrybuowane na ustalonym rynku docelowym. Aby wyciągnięcie takich wiarygodnych wniosków było możliwe, może zachodzić konieczność pozyskania przez firmy dodatkowych informacji na temat ich klientów. Ponadto firmy powinny ponownie rozważyć swoją strategię dystrybucji w odniesieniu do bardziej złożonych produktów dystrybuowanych w ramach sprzedaży, której nie towarzyszy świadczenie usług połączonych z doradztwem, jeżeli na przykład w przeglądzie zostanie wykazane, że takie produkty są zbyt często dystrybuowane poza pozytywnym rynkiem docelowym (lub nawet na negatywnym rynku docelowym).
73. Dystrybutorzy są zobowiązani do dokonywania przeglądu produktów dopóki są one oferowane, sprzedawane lub wydawane są w odniesieniu do nich rekomendacje. Na przykład jeżeli dystrybutor nie oferuje<sup>28</sup> już produktu, nie sprzedaje go ani nie wydaje rekomendacji<sup>29</sup> dotyczących produktu, nie ma on już obowiązku dokonywania przeglądu rynku docelowego tego produktu, mimo że klient może nadal dysponować inwestycjami w ten produkt. W przypadku gdy dystrybutor wydaje swoim klientom rekomendację zachowania produktu, którego już nie oferuje ani nie sprzedaje, powinien on jeszcze przed wydaniem takiej rekomendacji dokonać przeglądu rynku docelowego tego produktu.

---

<sup>28</sup> W tym kontekście termin „oferowany” ma szerokie zastosowanie i należy go odczytywać w szerokim znaczeniu.

<sup>29</sup> Firma wydaje klientowi rekomendację dotyczącą produktu, jeżeli rekomenduje klientowi zakup, zachowanie lub sprzedaż produktu.

## **Dystrybucja produktów wytworzonych przez podmioty niepodlegające wymogom w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II**

74. Od firm, które dystrybuują produkty, które nie zostały wyprodukowane przez podmioty podlegające wymogom w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II, oczekuje się dołożenia należytej staranności w niezbędnym zakresie, w celu zapewnienia swoim klientom odpowiedniego poziomu usług i bezpieczeństwa, w porównaniu z sytuacją, gdy produkt został zaprojektowany zgodnie z wymogami w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II.

75. W przypadku gdy produkt nie został zaprojektowany zgodnie z wymogami w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II (na przykład dotyczy to produktów wytworzonych przez podmioty niepodlegające wymogom w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II), może to wpływać na proces zbierania informacji lub na określenie rynku docelowego:

- Zdefiniowanie rynku docelowego: Dystrybutor powinien określić rynek docelowy również wtedy, gdy rynek docelowy nie został zdefiniowany przez producenta<sup>30</sup> (zob. pkt 42). W związku z tym, nawet jeśli firma nie otrzymała opisu rynku docelowego od producenta lub informacji na temat procesu zatwierdzenia produktów, musi zdefiniować swój „własny” rynek docelowy. Firma powinna to zrobić w sposób odpowiedni i proporcjonalny (zob. pkt 23).
- Proces zbierania informacji: dystrybutorzy powinni podjąć wszelkie właściwe kroki w celu zapewnienia, że informacje na temat produktu uzyskane od producenta są rzetelne i mają odpowiedni standard, aby dopilnować, że produkty będą dystrybuowane zgodnie z cechami, celami i potrzebami rynku docelowego<sup>31</sup>. W przypadku gdy wszystkie istotne informacje nie są dostępne publicznie (na przykład za pośrednictwem kluczowych informacji dla inwestorów na temat PRIIP lub prospektu emisyjnego), uzasadnione kroki powinny obejmować zawarcie umowy z producentem lub jego przedstawicielem w celu uzyskania wszystkich właściwych informacji umożliwiających dystrybutorowi dokonanie własnej oceny rynku docelowego. Informacje publicznie dostępne można zaakceptować, pod warunkiem że są jasne, wiarygodne i zostały przygotowane w celu spełnienia wymogów regulacyjnych<sup>32</sup>. Na przykład możliwe do zaakceptowania są informacje, które zostały ujawnione zgodnie z wymogami określonymi w rozporządzeniu w sprawie prospektu emisyjnego, dyrektywie w sprawie przejrzystości, dyrektywie UCITS albo dyrektywie w sprawie ZAFI lub zgodnie z równoważnymi wymogami państw trzecich.

---

<sup>30</sup> Zob. art. 10 ust. 1 dyrektywy delegowanej MiFID II.

<sup>31</sup> Zob. art. 10 ust. 2 akapit trzeci dyrektywy delegowanej MiFID II.

<sup>32</sup> Zob. art. 10 ust. 2 dyrektywy delegowanej MiFID II.

76. Obowiązek, o którym mowa w pkt 75, dotyczy produktów sprzedawanych na rynkach pierwotnych i wtórnych oraz jest stosowany w sposób proporcjonalny, w zależności od stopnia, w jakim można pozyskać dostępne publicznie informacje, oraz od złożoności produktu<sup>33</sup>. W związku z tym informacje na temat prostszych, bardziej powszechnych produktów takich jak akcje zwykle zazwyczaj nie będą wymagały umowy z producentem, lecz można je pozyskać z różnych źródeł informacji opublikowanych do celów regulacyjnych związanych z tego rodzaju produktami.
77. W przypadku gdy dystrybutor nie jest w stanie w żaden sposób uzyskać wystarczających informacji na temat produktów wytworzonych przez podmioty niepodlegające wymogom w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II, firma nie będzie w stanie wywiązać się ze swoich obowiązków wynikających z MiFID II i w rezultacie powinna powstrzymać się od włączenia tych produktów do swojego asortymentu produktów.

**Zastosowanie wymogów w zakresie zarządzania produktami w odniesieniu do dystrybucji produktów, które zostały wyprodukowane przed datą rozpoczęcia stosowania MiFID II.**

78. Produkty, które zostały wyprodukowane przed dniem 3 stycznia 2018 r. i są nadal dystrybuowane inwestorom, powinny zostać objęte zakresem wymogów dotyczących zarządzania produktami, które mają zastosowanie do dystrybutorów, w szczególności wymogu określenia rynku docelowego dla wszystkich produktów. W takiej sytuacji dystrybutor powinien działać w taki sposób, jakby producent był podmiotem niepodlegającym wymogom w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II. Jeśli rynek docelowy został określony przez producenta (dobrowolnie/na podstawie umów komercyjnych z dystrybutorami) zgodnie z niniejszymi wytycznymi, dystrybutor – po dokonaniu krytycznej analizy – może polegać na takim określeniu rynku docelowego.
79. Producent powinien jednak przypisać rynek docelowy do tego rodzaju produktów najpóźniej po zakończeniu kolejnego cyklu procesu przeglądu produktów, przeprowadzonego zgodnie z art. 16 ust. 3 MiFID II po dniu 3 stycznia 2018 r. Dystrybutor powinien następnie przeanalizować ten rynek docelowy w ramach własnego procesu przeglądu.

## **5.4 Wytyczne dotyczące kwestii mających zastosowanie do producentów i dystrybutorów**

### **Określanie „negatywnego” rynku docelowego i sprzedaż poza pozytywnym rynkiem docelowym**

80. Firma musi zweryfikować, czy dany produkt byłby niezgodny z określonymi klientami docelowymi („negatywny” rynek docelowy)<sup>34</sup>. Firma powinna zastosować przy tym takie same kategorie i zasady, jak określono powyżej w pkt 14–22 i 42–49. Zgodnie

---

<sup>33</sup> Zob. art. 10 ust. 2 akapit trzeci dyrektywy delegowanej MiFID II.

<sup>34</sup> Zob. art. 9 ust. 9 i art. 10 ust. 2 dyrektywy delegowanej MiFID II.

z podejściem stosowanym w odniesieniu do określania „pozytywnego” rynku docelowego producent, który nie ma bezpośredniej relacji z klientami końcowymi, będzie w stanie określić negatywny rynek docelowy w sposób teoretyczny, tj. z ogólniejszym uwzględnieniem tego, w jaki sposób właściwości danego produktu byłyby niezgodne z określonymi grupami inwestorów; dystrybutor, uwzględniając ogólniejszy negatywny rynek docelowy producenta oraz informacje dotyczące własnej bazy klientów, będzie w stanie konkretniej określić grupę klientów, którym nie powinien dostarczać danego produktu. Ponadto dystrybutor jest również zobowiązany do zidentyfikowania wszelkich grup klientów, których potrzebom, cechom i celom usługa związana z dystrybucją określonego produktu nie odpowiada.

81. W przypadku produktów, które uwzględniają czynniki zrównoważonego rozwoju, firmy nie są zobowiązane do określania negatywnego rynku docelowego w odniesieniu do celów związanych ze zrównoważonym rozwojem. Oznacza to, że cele produktów związane ze zrównoważonym rozwojem przyczyniają się jedynie do określenia „pozytywnego” rynku docelowego pod względem klientów (grup klientów) o zgodnych celach związanych ze zrównoważonym rozwojem. Te same produkty mogłyby być nadal dystrybuowane wśród klientów spoza tego „pozytywnego” rynku docelowego opartego na celu związanym ze zrównoważonym rozwojem, pod warunkiem że są one zgodne z cechami innych kategorii rynków docelowych określonych w niniejszych wytycznych <sup>35</sup>. W związku z tym w przypadku produktów uwzględniających czynniki zrównoważonego rozwoju, firma powinna zawsze przeprowadzać ocenę negatywnego rynku docelowego w odniesieniu do pięciu kategorii rynku docelowego (rodzaj klienta, wiedza i doświadczenie, sytuacja finansowa, tolerancja ryzyka oraz cele i potrzeby), ale nie powinna uwzględniać celów produktów związanych ze zrównoważonym rozwojem. Ma to służyć ocenie, czy te pozostałe aspekty rynku docelowego mogą być niezgodne z niektórymi klientami, na przykład jeżeli produkt, który uwzględnia czynniki zrównoważonego rozwoju, dotyczy ryzykownego produktu przeznaczonego dla klientów o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym, chętnych i zdolnych do utraty zainwestowanej kwoty (w którym to przypadku produkt nie byłby zgodny z klientami o niskiej tolerancji ryzyka, niezależnie od tego, czy ich preferencje w zakresie zrównoważonego rozwoju są zgodne z celami produktu związanymi ze zrównoważonym rozwojem).
82. Niektóre cechy rynku docelowego, użyte przez producentów i dystrybutorów w ocenie pozytywnego rynku docelowego, automatycznie doprowadzą do przeciwstawnych cech inwestorów, którym dany produkt nie odpowiada (na przykład, jeśli produkt jest wytwarzany do celu inwestycyjnego, jakim są „spekulacje”, jednocześnie nie będzie nadawał się do celów „niskiego ryzyka”). W takim przypadku firma może zdefiniować negatywny rynek

---

<sup>35</sup> W motywie 7 dyrektywy delegowanej (UE) 2021/1269 wyjaśniono, że „[a]by zapewnić łatwy dostęp do instrumentów finansowych uwzględniających czynniki zrównoważonego rozwoju również klientom, którzy nie mają preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju, firmy inwestycyjne nie powinny być zobowiązane do identyfikowania grup klientów, z których potrzebami, cechami i celami nie jest zgodny instrument finansowy uwzględniający czynniki zrównoważonego rozwoju”.

docelowy poprzez stwierdzenie, że dany produkt lub dana usługa nie odpowiadają żadnemu klientowi poza pozytywnym rynkiem docelowym.

83. Również w tej sytuacji istotne jest uwzględnienie zasady proporcjonalności. Przy ocenie potencjalnego negatywnego rynku docelowego liczba i szczegółowość czynników i kryteriów będą zależę od charakteru produktu, a zwłaszcza od jego złożoności lub profilu ryzyka/zysku (tj. produkt „plain vanilla” prawdopodobnie będzie miał mniejszą grupę potencjalnych inwestorów, którym nie będzie odpowiadał, podczas gdy grupa klientów, którym instrument finansowy nie będzie odpowiadał, może być większa w przypadku bardziej złożonego produktu).
84. Mogą też wystąpić sytuacje, w których produkty – w określonych okolicznościach i w przypadku spełnienia wszystkich innych wymogów prawnych (w tym wymogów dotyczących ujawniania informacji, oceny odpowiedniości lub adekwatności, określania konfliktów interesów i zarządzania nimi) – mogłyby być sprzedawane poza pozytywnym rynkiem docelowym. Jednak takie przypadki powinny być uzasadnione indywidualnymi okolicznościami faktycznymi; dodatkowo powód odchylenia powinien być jasno udokumentowany i, tam gdzie występuje, uwzględniony w sprawozdaniu na temat odpowiedniości.
85. Negatywny rynek docelowy jest wyraźnym wskazaniem tych klientów, z których potrzebami, cechami i celami dany produkt nie jest zgodny i wśród których dany produkt nie powinien być dystrybuowany. Sprzedaż inwestorom w obrębie tej grupy powinna zdarzać się rzadko, a uzasadnienie odchylenia powinno być stosunkowo ważne, jak również ogólnie oczekiwane jest, że to odchylenie będzie umotywowane bardziej niż w przypadku sprzedaży poza pozytywnym rynkiem docelowym.
86. Na przykład sprzedaż produktów poza rynkiem docelowym może zdarzyć się w wyniku sprzedaży, której nie towarzyszy świadczenie usług powiązanych z doradztwem (tj. gdy klienci kontaktują się z firmą w celu zakupu określonego produktu bez aktywnej działalności marketingowej ze strony firmy albo jakiegokolwiek wpływu wywieranego przez tę firmę), gdy firma nie posiada wszystkich niezbędnych informacji pozwalających jej dokładnie ocenić, czy klient należy do rynku docelowego, co może się zdarzyć na przykład w odniesieniu do platform realizacji zleceń, które działają wyłącznie w reżimie adekwatności. Oczekuje się, że w kontekście ustaleń dotyczących zarządzania produktami firmy będą analizować *ex ante* sytuacje takie jak ta, która została opisana, i że będą podejmować odpowiedzialne decyzje w kwestii tego, w jaki sposób będą zachowywać się w takich sytuacjach, jeśli one się zdarzą, oraz że pracownicy mający kontakt z klientami będą informowani o podejściu zdefiniowanym na szczeblu kierowniczym, tak aby mogli je stosować. Firmy powinny także wziąć pod uwagę charakter produktów znajdujących się w asortymencie produktów, które zamierzają oferować klientom (na przykład pod względem złożoności/ryzyka) oraz istnienie wszelkich konfliktów interesów z klientami (na przykład w przypadku subemisji własnych instrumentów), jak również ich model biznesowy. Niektóre firmy mogą na przykład rozważyć możliwość niezezwalania klientom na działalność, jeśli wchodzi ona w zakres negatywnego rynku docelowego, jednocześnie zezwalając innym klientom na zawieranie transakcji związanych z produktem, który

znajduje się w „szarej” strefie, tj. pomiędzy pozytywnym a negatywnym rynkiem docelowym.

87. Ważne jest, że jeśli dystrybutor dowie się na przykład poprzez analizę skarg klientów lub z innych źródeł i danych, że sprzedaż określonego produktu poza rynkiem docelowym określonym *ex ante* stała się istotnym zjawiskiem (na przykład pod względem liczby zaangażowanych klientów), takie informacje zostaną należycie uwzględnione w przeprowadzanym przez niego okresowym przeglądzie oferowanych produktów i powiązanych usług. W takich przypadkach dystrybutor może na przykład stwierdzić, że pierwotnie określony rynek docelowy był błędny i należy dokonać jego przeglądu lub że powiązana strategia dystrybucji nie była odpowiednia dla danego produktu i należy ponownie ją rozpatrzyć.
88. Odchylenia od rynku docelowego (poza pozytywnym rynkiem docelowym lub w ramach negatywnego rynku docelowego), które mogą być istotne dla stosowanego przez producenta procesu zarządzania produktami (zwłaszcza te powtarzające się), powinny zostać zgłoszone producentowi z uwzględnieniem wyjątków, o których mowa w pkt 65.

**Zastosowanie wymogów rynku docelowego do firm działających na rynkach hurtowych (tj. z klientami profesjonalnymi i uprawnionymi kontrahentami)**

*Klienci profesjonalni oraz uprawnieni kontrahenci jako część łańcucha pośredników*

89. Wymagania określone w art. 16 ust. 3 i art. 24 ust. 2 MiFID II mają zastosowanie do usług i produktów wytwarzanych lub dystrybuowanych wśród klientów detalicznych i profesjonalnych. Jednocześnie w artykułach tych określono, że klientami docelowymi są „klienci końcowi”. Oznacza to, że firma nie musi określać rynku docelowego dla innych firm (klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów) w łańcuchu pośredników, ale raczej powinna zdefiniować rynek docelowy z uwzględnieniem klienta końcowego (tj. ostatniego klienta w łańcuchu pośredników). Ten szczególny rodzaj docelowego klienta końcowego należy określić w kategorii rodzaju klientów, o której mowa w pkt 19 lit. a).
90. W przypadku gdy klient profesjonalny lub uprawniony kontrahent kupuje produkt z zamiarem jego sprzedaży innym klientom, tym samym pełniąc funkcję łącznika w łańcuchu pośredników, nie należy uznawać go za „klienta końcowego”.
91. W takiej sytuacji klient profesjonalny (lub uprawniony kontrahent) działałby jako dystrybutor i w związku z tym powinien przestrzegać wymogów w zakresie zarządzania produktowego, mających zastosowanie do dystrybutorów.
92. Na przykład, jeśli firma sprzedaje produkt uprawnionemu kontrahentowi, który kupuje ten produkt z zamiarem jego szerszej dystrybucji wśród klientów profesjonalnych lub detalicznych, uprawniony kontrahent powinien ponownie ocenić właściwy rynek docelowy stosownie do swoich obowiązków jako dystrybutora. Jeśli uprawniony kontrahent wprowadzi następnie zmiany do produktu, zanim rozpocznie jego dalszą dystrybucję, prawdopodobnie będzie to oznaczać, że musi przestrzegać przepisów dotyczących zarządzania produktami, obowiązujących zarówno w odniesieniu do producentów, jak i dystrybutorów.

*Klienci profesjonalni jako klienci końcowi*

93. Ramy klasyfikacji klientów zgodnie z MiFID umożliwiają dostosowanie elementów zapewniających ochronę działalności do potrzeb poszczególnych kategorii klientów (tj. klientów detalicznych, klientów profesjonalnych i uprawnionych kontrahentów).
94. Firmy mogą założyć, że klienci profesjonalni mają wiedzę i doświadczenie niezbędne do zrozumienia ryzyka powiązanego z konkretnymi produktami lub usługami, w odniesieniu do których zaklasyfikowano ich do kategorii klientów profesjonalnych<sup>36</sup>. MiFID II przewiduje jednak rozróżnienie pomiędzy klientami profesjonalnymi *per se* a klientami profesjonalnymi z wyboru – z tym zastrzeżeniem, że nie powinno się zakładać, że klienci należący do drugiej kategorii posiadają wiedzę i doświadczenie porównywalne z wiedzą i doświadczeniem klientów profesjonalnych *per se*.
95. W związku z tym przy określaniu rynku docelowego firmy powinny rozważyć różnice w zakładanym poziomie wiedzy między klientami detalicznymi a profesjonalnymi oraz w ramach kategorii klientów profesjonalnych – między klientami profesjonalnymi z wyboru i klientami profesjonalnymi *per se*<sup>37</sup>. Na przykład rozbieżności w podejściu powinny uwzględniać różnice w wiedzy i poziomie doświadczenia tych różnych kategorii klientów.
96. Możliwe jest, że niektóre produkty (na przykład te, które są odpowiednie do dystrybucji na masowych rynkach detalicznych) będą miały szeroko zdefiniowany rynek docelowy, który może obejmować klientów zarówno detalicznych, jak i profesjonalnych. Tego rodzaju produkty, na przykład jednostki uczestnictwa lub udziały w zwykłym funduszu UCITS, mogą domyślnie być uważane za mające rynek docelowy, który obejmuje klientów profesjonalnych. Jednak niektóre inne produkty, zwłaszcza produkty o złożonych profilach ryzyka, będą miały wężziej zdefiniowany rynek docelowy. Na przykład rynek docelowy dla obligacji podlegającej warunkowej zamianie może składać się wyłącznie z klientów profesjonalnych *per se* lub klientów profesjonalnych z wyboru, którzy prawdopodobnie rozumieją złożoności związane z tymi produktami.

---

<sup>36</sup> Zob. załącznik II do MiFID II.

<sup>37</sup> Zob. załącznik II sekcja II.1 akapit drugi do MiFID II.