



European Securities and
Markets Authority

Smjernice

o zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II



Sadržaj

I. Područje primjene.....	3
II. Svrha	3
III. Definicije	4
IV. Obveze usklađenosti i izvještavanja	4
V. Smjernice o primjeni članka 16. stavka 3. i članka 24. stavka 2. Direktive MiFID II	5
V.1. Općenito	5
V.2. Smjernice za proizvođače.....	5
V.3. Smjernice za distributere	8
V.4. Smjernice o pitanjima koja se primjenjuju i na proizvođače i na distributere.....	17

I. Područje primjene

Tko?

1. Ove smjernice primjenjuju se na:

- društva koja podliježu bilo kojem od sljedećih zahtjeva:
 - i. članak 9. stavak 3. Direktive 2014/65/EU¹ (MiFID II);
 - ii. članak 16. stavak 3. Direktive MiFID II;
 - iii. članak 24. stavci 1. i 2. Direktive MiFID II;
 - iv. članci 9. i 10. Delegirane direktive Komisije (EU) 2017/593² (Delegirana direktiva MiFID II).
- nadležna tijela koja provode nadzor nad prethodno navedenim društvima.

Što?

2. Ove smjernice primjenjuju se u vezi sa zahtjevima navedenim u stavku 1. ovih smjernica, a posebice se odnose na proizvodnju ili distribuciju investicijskih proizvoda.

Kada?

3. Ove smjernice primjenjuju se od 3. siječnja 2018.

II. Svrha

4. Svrha je ovih smjernica pojasniti obveze upravljanja proizvodima za društva utvrđena stavkom 1.

5. Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA) od ovih smjernica očekuje promicanje bolje konvergencije provedbe i primjene zahtjeva Direktive MiFID II o upravljanju proizvodima. Bude li se postupalo u skladu s ovim smjernicama, ESMA očekuje da će doći do odgovarajućeg jačanja zaštite ulagatelja. U Prilogu V. navedeno je više ilustrativnih primjera. Ti primjeri nisu sastavni dio smjernica; njihov je cilj pomoći društvima i nadležnim tijelima da razumiju primjenu smjernica.

¹ Direktiva 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 15. svibnja 2014. o tržištu financijskih instrumenata i izmjeni Direktive 2002/92/EZ i Direktive 2011/61/EU (SL L 173, 12.6.2014., str. 349.).

² Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 od 7. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi sa zaštitom financijskih instrumenata i novčanih sredstava koja pripadaju klijentima, obvezama upravljanja proizvodima i pravilima koja se primjenjuju na davanje ili primanje naknada, provizija ili novčanih ili nenovčanih koristi (SL L 87, 31.3.2017., str. 500 – 517.).

III. Definicije

6. Za potrebe ovih smjernica primjenjuju se sljedeće definicije:

- „društva” znači društva koja podliježu zahtjevima koji su utvrđeni stavkom 1. i uključuju investicijska društva (definirana člankom 4. stavkom 1. točkom 1. Direktive MiFID II), uključujući kreditne institucije kada pružaju investicijske usluge i aktivnosti (u smislu članka 4. stavka 1. točke 2. Direktive MiFID II), investicijska društva i kreditne institucije kada prodaju strukturirane depozite klijentima ili savjetuju klijente u vezi sa strukturiranim depozitima, društva koja upravljaju subjektima za zajedničko ulaganje u prenosive vrijednosne papire (UCITS-ima) i vanjske upravitelje alternativnih investicijskih fondova (UAIF-ove) (definirane člankom 5. stavkom 1. točkom (a) Direktive o UAIF-ovima³) kada pružaju investicijske usluge upravljanja pojedinačnim portfeljem ili dodatne usluge (u smislu članka 6. stavka 3. točaka (a) i (b) Direktive o UCITS-ima⁴ i članka 6. stavka 4. točaka (a) i (b) Direktive o UAIF-ovima);
- „investicijski proizvod” znači financijski instrument (u smislu članka 4. stavka 1. točke 15. Direktive MiFID II) ili strukturirani depozit (u smislu članka 4. stavka 1. točke 43. Direktive MiFID II);
- „proizvođač” znači, uzimajući u obzir uvodnu izjavu 15. i članak 9. stavak 1. Delegirane direktive MiFID II, društvo koje proizvodi investicijski proizvod, što uključuje stvaranje, razvoj, izdavanje ili oblikovanje tog proizvoda, uključujući kada društvo savjetuje korporativne izdavatelje o plasiranju novog proizvoda;
- „distributer” znači, uzimajući u obzir uvodnu izjavu 15. i članak 10. stavak 1. Delegirane direktive MiFID II, društvo koje klijentu nudi, preporučuje ili prodaje investicijski proizvod ili uslugu.

IV. Obveze usklađenosti i izvještavanja

Status smjernica

7. Ovaj dokument sadržava smjernice izdane u skladu s odredbama članka 16. Uredbe o Europskom nadzornom tijelu za vrijednosne papire i tržišta kapitala (ESMA). U skladu s člankom 16. stavkom 3. Uredbe o ESMA-i nadležna tijela i sudionici na financijskom tržištu moraju ulagati sve napore da se usklade s tim smjernicama.
8. Nadležna tijela na koja se primjenjuju ove smjernice trebaju postupati u skladu sa smjernicama tako da ih ugrade u svoje nadzorne prakse, uključujući i one kada su određene smjernice usmjerene ponajprije na sudionike na financijskom tržištu.

³ Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i izmjeni direktiva 2003/41/EZ i 2009/65/EZ te uredbi (EZ) br. 1060/2009 i (EU) br. 1095/2010 (SL L 174, 1.7.2011., str. 1 – 73.).

⁴ Direktiva 2009/65/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 13. srpnja 2009. o usklađivanju zakona i drugih propisa u odnosu na subjekte za zajednička ulaganja u prenosive vrijednosne papire (UCITS) (SL L 302, 17.11.2009., str. 32.).

Zahtjevi za izvješćivanje

9. Nadležna tijela na koja se ove smjernice primjenjuju moraju obavijestiti ESMA-u o tome usklađuju li se ili se namjeravaju uskladiti sa smjernicama, navodeći razlog neusklađenosti gdje se ne usklađuju ili se ne namjeravaju uskladiti, u razdoblju od 2 mjeseca od datuma objave smjernica na internetskim stranicama ESMA-e na svim službenim jezicima EU-a.
10. Društva nisu obvezna podnositi izvješće ESMA-i o tome jesu li usklađena s odredbama smjernica.

V. Smjernice o primjeni članka 16. stavka 3. i članka 24. stavka 2. Direktive MiFID II

V.1. Općenito

11. Ove se smjernice, u skladu s člankom 9. stavkom 1. podstavkom 2. i člankom 10. stavkom 1. podstavkom 1. Delegirane direktive MiFID II, trebaju primjenjivati na odgovarajući i proporcionalan način, uzimajući u obzir prirodu investicijskog proizvoda, investicijske usluge i ciljano tržište proizvoda.
12. Kada društvo posluje i kao proizvođač i kao distributer investicijskih proizvoda, smjernice utvrđene u nastavku primjenjuju se kako je primjereno, pod uvjetom da društvo ispunjava sve obveze koje se primjenjuju na proizvođače i distributere.

V.2. Smjernice za proizvođače

Proizvođačevo utvrđivanje potencijalnog ciljanog tržišta: kategorije koje treba uzeti u obzir

13. Proizvođači ne bi smjeli utvrđivati potencijalno ciljano tržište isključivo na temelju kvantitativnih kriterija, već i na temelju odgovarajućih kvalitativnih razmatranja. Za usluge namijenjene masovnom tržištu može biti potrebna automatizacija postupaka, a ta se automatizacija obično temelji na formulama ili algoritamskim metodologijama kojima se obrađuju kvantitativni kriteriji za proizvode i klijente. Takvi se brojčani podaci uglavnom generiraju kroz sustave bodovanja (na primjer, primjenom značajki proizvoda kao što su volatilnost financijskih instrumenata, rejting izdavatelja itd. ili „konverzijom” činjeničnih podataka u brojčane sustave). U vezi s utvrđivanjem ciljanog tržišta, društva se ne bi smjela oslanjati isključivo na takve kvantitativne kriterije, nego bi ih trebala na odgovarajući način uravnotežiti s kvalitativnim razmatranjima.
14. Proizvođači bi se trebali koristiti popisom kategorija iz ovih smjernica kao osnovom za utvrđivanje ciljanog tržišta za svoje investicijske proizvode. Popis kategorija je kumulativan: procjenjujući ciljano tržište svaki proizvođač trebao bi primijeniti svaku od navedenih kategorija. Pritom bi proizvođač trebao analizirati relevantnost svake kategorije za pojedini proizvod i zatim uskladiti dubinu utvrđivanja značajki proporcionalno s vrstom, prirodom i drugim značajkama proizvoda (kako je opisano u stavcima 18. – 24. smjernica).

15. Opisujući odnosno utvrđujući pojedinosti svake od kategorija proizvođači trebaju uzeti u obzir međudnose različitih kategorija jer sve one doprinose definiciji ciljanog tržišta za pojedini proizvod.
16. Proizvođači ne bi smjeli izostaviti nijednu od pet kategorija navedenih u nastavku. Bude li proizvođač smatrao da je tih pet kategorija suviše ograničavajuće da bi se njima utvrdilo značajno ciljano tržište, mogu se dodati dodatne kategorije. U donošenju odluke o tome hoće li upotrijebiti dodatne kategorije ili neće, proizvođači mogu uzeti u obzir obilježja informacijskih kanala prema distributerima. Primjerice, kako bi olakšali razmjenu informacija s distributerima i promicali otvorenu arhitekturu, proizvođači mogu ograničiti upotrebu dodatnih kategorija na one slučajeve u kojima su te kategorije nužne za definiranje značajnog ciljanog tržišta za proizvod.
17. Proizvođači trebaju utvrditi potencijalno ciljano tržište⁵. S obzirom na to da proizvođači uglavnom nisu u izravnom doticaju s klijentima, te u skladu s člankom 9. stavkom 9. podstavkom 2. Delegirane direktive MiFID II, utvrđivanje svojeg ciljanog tržišta mogu, među ostalim, temeljiti na svojem teorijskom znanju o proizvodu i iskustvu s proizvodom.
18. Proizvođači bi se trebali koristiti sljedećim popisom pet kategorija:
 - (a) Vrsta klijenata kojima je proizvod namijenjen: društvo treba odrediti za koju je vrstu klijenata proizvod namijenjen. To treba odrediti u skladu s kategorizacijom klijenata prema Direktivi MiFID II: „mali ulagatelj”, „profesionalni ulagatelj” i/ili „kvalificirani nalagodavatelj”.
 - (b) Znanje i iskustvo: društvo treba odrediti kakvo znanje ciljani klijenti trebaju imati o sastavnicama kao što su: relevantna vrsta proizvoda, značajke proizvoda i/ili znanje o tematski srodnim područjima koja pomažu u razumijevanju proizvoda. Primjerice, društva mogu odrediti da za strukturirane proizvode sa složenim profilima povrata ciljani ulagatelji trebaju posjedovati znanja o tome kako funkcionira ta vrsta proizvoda i koji su vjerojatni ishodi proizvoda. U vezi s iskustvom, društvo može opisati koliko bi praktičnog iskustva ciljani klijenti trebali imati sa sastavnicama kao što su: relevantna vrsta proizvoda, relevantne značajke proizvoda i/ili iskustvo u tematski srodnim područjima. Društvo može odrediti, primjerice, vremensko razdoblje tijekom kojeg su klijenti trebali biti aktivni na financijskim tržištima. U nekim slučajevima znanje i iskustvo mogu ovisiti jedno o drugome (tj. ulagatelj s ograničenim iskustvom ili bez iskustva može biti valjani ciljani klijent ako manjak iskustva nadoknađuje opsežnim znanjem).
 - (c) Financijsko stanje s naglaskom na sposobnost podnošenja gubitaka: društvo treba odrediti postotak gubitka koji si ciljani klijenti mogu priuštiti i koji su si spremni priuštiti (na primjer, od manjih gubitaka do totalnog gubitka) te postoje li dodatne obveze

⁵ Vidjeti članak 9. stavak 9. Delegirane direktive MiFID II.

plaćanja koje bi mogle premašiti uloženi iznos (na primjer, maržni pozivi). To se može izraziti i kao maksimalni udio imovine koji se treba uložiti.

- (d) Tolerancija na rizik i kompatibilnost profila rizičnosti/dobiti proizvoda s ciljanim tržištem: društvo treba odrediti opći pristup koji bi ciljani klijenti trebali imati prema rizicima ulaganja. Potrebno je kategorizirati osnovne pristupe prema rizicima (primjerice, „orijentiran prema riziku ili špekulativan”, „uravnotežen”, „konzervativan”) i jasno ih opisati. S obzirom na to da različita društva u lancu mogu imati različite pristupe definiranju rizika, društvo treba nedvosmisleno odrediti kriterije koji se moraju zadovoljiti kako bi se njima kategorizirali klijenti. Kako bi zadovoljila ovaj zahtjev, društva se trebaju koristiti pokazateljem rizika koji je utvrđen Uredbom o PRIIP-ovima ili Direktivom o UCITS-ima, kada su primjenjive.
- (e) Ciljevi i potrebe klijenata: društvo treba odrediti investicijske ciljeve i potrebe ciljanih klijenata za koje je proizvod osmišljen, uključujući šire financijske ciljeve ciljanih klijenata ili opću strategiju koju primjenjuju kada ulažu. Primjerice, može se navesti očekivani vremenski horizont ulaganja (broj godina tijekom kojih će se držati ulaganje). Ti se ciljevi mogu precizno podesiti tako da se odrede posebni aspekti ulaganja i očekivanja ciljanih klijenata. Ciljevi i potrebe pojedinog klijenta koje bi proizvod trebao ostvariti mogu varirati od posebnih do općenitijih. Primjerice, proizvod može biti oblikovan tako da zadovoljava potrebe određene dobne skupine, da postigne poreznu učinkovitost koja se temelji na državi u kojoj je klijent porezni rezident; odnosno može biti oblikovan s posebnim značajkama proizvoda radi postizanja posebnih investicijskih ciljeva kao što su „zaštita valute”, „zeleno ulaganje”, „etičko ulaganje” itd.

19. Ovisno o obilježjima pojedinog proizvedenog proizvoda, opisom jedne ili više prethodno navedenih kategorija može se utvrditi široka skupina ciljanih klijenata koja bi mogla obuhvaćati i užu skupinu. Primjerice, ako se za neki proizvod smatra da je kompatibilan s ciljanim klijentima koji posjeduju relevantno opće znanje i iskustvo, očito je da će biti kompatibilan s visokom razinom znanja i iskustva.

20. Kako bi izbjegli rizik od pogrešnog tumačenja i nesporazuma, proizvođači trebaju jasno definirati koncepte i pojmove kojima se koriste da bi definirali ciljano tržište u svih pet prethodno navedenih kategorija.

Utvrđivanje potencijalnog ciljanog tržišta: razlikovanje prema prirodi proizvedenog proizvoda

21. Utvrđivanje potencijalnog ciljanog tržišta treba se provesti na odgovarajući i proporcionalan način, uzimajući u obzir prirodu investicijskog proizvoda. To znači da za utvrđivanje ciljanog tržišta treba uzeti u obzir obilježja proizvoda, uključujući njegovu složenost (što uključuje strukturu troškova i izdataka), profil rizičnosti/dobiti ili likvidnost odnosno inovativna obilježja proizvoda.

22. Shodno tome, ciljano se tržište treba detaljnije utvrditi za složenije proizvode kao što su strukturirani proizvodi sa složenim profilima povrata. Za jednostavnije, uobičajenije proizvode ciljano će se tržište vjerojatno utvrditi s manje detalja⁶:

- Za neke vrste investicijskih proizvoda proizvođač može utvrditi prethodno navedene kategorije ciljanog tržišta iz stavka 18. primjenom zajedničkog pristupa za financijske instrumente jedne vrste čiji se proizvodi odlikuju dovoljno usporedivim značajkama (primjerice zbog vanjske referentne vrijednosti ili zato što pripadaju burzovnom segmentu za koji postoje određeni zahtjevi).
- Ovisno o investicijskom proizvodu, opis jedne ili više prethodno navedenih kategorija može biti općenitiji. Što je proizvod jednostavniji, to kategorija može biti manje detaljna.

23. Međutim, u svim se slučajevima ciljano tržište mora utvrditi dovoljno detaljno kako ne bi došlo do uključivanja skupina ulagatelja s čijim potrebama, obilježjima i ciljevima proizvod nije kompatibilan.

24. Za proizvode rađene po mjeri ciljano će tržište uglavnom biti klijent koji je naručio proizvod, osim ako je predviđena distribucija proizvoda drugim klijentima.

Povezanost proizvođačeve strategije distribucije i definicije ciljanog tržišta

25. U skladu s člankom 16. stavkom 3. Direktive MiFID II, proizvođač osigurava da je predviđena strategija distribucije usklađena s utvrđenim ciljem i, u skladu s člankom 24. stavkom 2. Direktive MiFID II, proizvođač treba poduzeti razumne korake kako bi osigurao da se financijski proizvod distribuira na utvrđeno ciljano tržište. Proizvođač treba definirati svoju strategiju distribucije tako da se tom strategijom daje prednost prodaji svakog proizvoda na ciljanom tržištu tog proizvoda. To uključuje da proizvođač, kada može birati distributera svojih proizvoda, uloži sve napore u odabir distributera čija je vrsta klijenata i ponuđenih usluga kompatibilna s ciljanim tržištem proizvoda.

26. Definirajući strategiju distribucije proizvođač treba utvrditi koliko je informacija o klijentima potrebno distributeru kako bi mogao ispravno procijeniti ciljano tržište za svoj proizvod. Proizvođač stoga treba predložiti vrstu investicijske usluge kroz koju bi ciljani klijenti trebali steći ili će moći steći financijski instrument. Ako se proizvod smatra primjerenim za prodaju bez savjetovanja, društvo može odrediti i kanal za stjecanje proizvoda kojemu se daje prednost.

V.3. Smjernice za distributere

Vrijeme i odnos distributerove procjene ciljanog tržišta s ostalim postupcima upravljanja proizvodima

⁶ Vidjeti uvodnu izjavu 19. Deleagirane direktive MiFID II.

27. Distributerovo utvrđivanje ciljanog tržišta (tj. „stvarnog” ciljanog tržišta za taj proizvod) treba se provoditi u sklopu općeg postupka odlučivanja o asortimanu usluga i proizvoda koji će distributer distribuirati. Utvrđivanje stvarnog ciljanog tržišta stoga treba provesti u ranoj fazi, kada upravljačko tijelo definira politike poslovanja i strategije distribucije društva, i *ex ante* (tj. prije pokretanja svakodnevnog poslovanja).
28. Posebno je važno da distributeri od samog početka preuzmu odgovornost osiguravanja da proizvodi koji će se nuditi i povezane usluge koje će se pružati budu usklađeni s potrebama, obilježjima i ciljevima ciljanih klijenata.
29. Postupak odlučivanja o asortimanu proizvoda i usluga u kombinaciji s postupkom utvrđivanja ciljanog tržišta treba izravno utjecati na način vođenja svakodnevnog poslovanja društva, kako se odluke upravljačkog tijela budu provodile duž lanca i hijerarhije odlučivanja u društvu. Ti će postupci zajednički izravno utjecati na kompatibilnost ponuđenih proizvoda i usluga te će utjecati na sve ostale relevantne postupke povezane s pruženim uslugama, a posebice na definiranje ciljeva planiranja proračuna i politika primitaka radnika.
30. Društva se trebaju posebno usredotočiti na investicijske usluge kroz koje će nuditi proizvode na odgovarajućim ciljanim tržištima. U tom kontekstu ESMA očekuje da se uzima u obzir priroda proizvoda, pri čemu se posebna pažnja pridaje proizvodima koji se odlikuju značajkama složenosti/rizika ili drugim relevantnim značajkama (kao što su, primjerice, nelikvidnost i inovacija).⁷ Na primjer, ako distributer posjeduje detaljne informacije o nekim klijentima (primjerice, iz postojećeg odnosa s njima radi pružanja usluga investicijskog savjetovanja), može odlučiti da bi, s obzirom na posebni profil rizičnosti/dobiti nekog proizvoda, u najboljem interesu te skupine klijenata bilo da se za tu skupinu klijenata isključi mogućnost pružanja izvršnih usluga. Slično tome, distributer može odlučiti da će se neki nekompleksni proizvodi, koji bi se potencijalno mogli nuditi u okviru pružanja usluga izvršenja bez obaveze procjene prikladnosti, nuditi samo u skladu sa zahtjevima prikladnosti ili primjerenosti kako bi se klijentima osigurao viši stupanj zaštite.
31. Distributeri bi trebali odlučiti koje će proizvode preporučivati (što uključuje i kroz pružanje usluge upravljanja portfeljem) odnosno nuditi ili aktivno promicati određenim skupinama klijenata (koji se odlikuju zajedničkim značajkama po pitanju znanja, iskustva, financijskog stanja itd.). Distributeri bi trebali odlučiti i koji će proizvodi biti dostupni (postojećim ili budućim) klijentima na njihovu vlastitu inicijativu kroz izvršne usluge bez aktivne promidžbe, uzimajući u obzir da u takvim okolnostima količina dostupnih informacija o klijentima može biti vrlo ograničena.

⁷ To je u skladu s uvodnom izjavom 18. Delegirane direktive MiFID II koja glasi: „U svjetlu zahtjeva utvrđenih u Direktivi 2014/65/EU i u interesu zaštite ulagača, pravila o upravljanju proizvodom trebala bi se primjenjivati na sve proizvode koji se prodaju na primarnim i sekundarnim tržištima, neovisno o vrsti proizvoda ili pružene usluge i zahtjeva koji se primjenjuju na prodajnom mjestu. Ta se pravila međutim mogu primjenjivati proporcionalno, ovisno o složenosti proizvoda i razini u kojoj se javno dostupne informacije mogu dobiti, uzimajući u obzir prirodu instrumenta, investicijsku uslugu i ciljano tržište. Proporcionalnost znači da bi ta pravila mogla biti relativno jednostavna za neke jednostavne proizvode distribuirane samo na osnovi izvršenja ako bi takvi proizvodi bili kompatibilni s potrebama i karakteristikama masovnog maloprodajnog tržišta.”

32. U svakom slučaju, kada na temelju svih informacija i podataka koji su dostupni distributeru i koji su prikupljeni kroz investicijske ili pomoćne usluge ili iz drugih izvora, uključujući informacije dobivene od proizvođača, distributer procijeni da neki proizvod nikada neće biti kompatibilan s potrebama i obilježjima njegovih postojećih ili potencijalnih klijenata, distributer ne bi trebao uvrstiti taj proizvod u svoj asortiman (tj. među proizvode koje će nuditi, kome će ih nuditi te pružanjem kojih investicijskih usluga).

Odnos između zahtjeva za upravljanje proizvodima i procjene primjerenosti ili prikladnosti

33. Distributerova obveza utvrđivanja stvarnog ciljanog tržišta i osiguravanja da se proizvod distribuira u skladu sa stvarnim ciljanim tržištem ne može se zamijeniti procjenom primjerenosti ili prikladnosti i mora se provesti uz tu procjenu i prije nje. Utvrđivanje ciljanog tržišta i povezane strategije distribucije za pojedini proizvod treba osigurati da taj proizvod završi u rukama one vrste klijenata za čije je potrebe, obilježja i ciljeve oblikovan, a ne u rukama druge skupine klijenata s kojima proizvod možda nije kompatibilan.

Distributerovo utvrđivanje ciljanog tržišta: kategorije koje treba uzeti u obzir

34. Distributeri bi se trebali koristiti istim popisom kategorija kojim se koriste i proizvođači (vidjeti stavak 18.) kao osnovom za definiranje ciljanog tržišta za svoje proizvode. Međutim, distributeri trebaju konkretnije definirati ciljano tržište i uzeti u obzir vrstu klijenata kojima pružaju investicijske usluge, prirodu investicijskih proizvoda i vrstu investicijskih usluga koje pružaju.

35. S obzirom na to da proizvođač treba odrediti potencijalno ciljano tržište na temelju svojeg teorijskog znanja i iskustva sa sličnim proizvodom, utvrdit će ciljano tržište proizvoda bez posebnog znanja o pojedinačnim klijentima. Proizvođačeva će se procjena stoga provoditi s općenitijeg gledišta o tome kako bi značajke/priroda proizvoda mogli biti kompatibilni s određenim vrstama ulagatelja, na temelju proizvođačeva znanja o financijskim tržištima i prethodnog iskustva sa sličnim proizvodima. Na ovaj se način uvodi skup ograničenja na apstraktnijoj razini.

36. S druge strane, distributer treba odrediti stvarno ciljano tržište, uzimajući u obzir ograničenja potencijalnog ciljanog tržišta koja je postavio proizvođač. Distributer svoje ciljano tržište treba temeljiti na informacijama i znanju o svojoj bazi klijenata te na informacijama koje primi od proizvođača (ako ih primi) ili na informacijama do kojih je distributer sam došao internim istraživanjem (posebice u slučajevima u kojima je distributer novo društvo koje još ne posjeduje dovoljno stvarnih informacija o svojim klijentima). Distributeri se trebaju koristiti proizvođačevom općenitijom procjenom ciljanog tržišta u kombinaciji s postojećim informacijama o svojim klijentima ili potencijalnim klijentima kako bi utvrdili svoje ciljano tržište za proizvod koje sačinjava skupina klijenata kojima će nuditi proizvod pružanjem svojih usluga.

37. U tu svrhu distributeri trebaju provesti temeljitu analizu obilježja svoje baze klijenata, tj. postojećih klijenata kao i potencijalnih klijenata (primjerice, distributer može imati klijente s

bankovnim depozitima kojima namjerava nuditi investicijske usluge). Distributeri se trebaju koristiti svim informacijama i podacima za koje smatraju da su korisni u razumnoj mjeri i da su dostupni u tu svrhu, koje bi distributeri mogli imati na raspolaganju te koji su prikupljeni investicijskim ili pomoćnim uslugama. Uz to, distributeri se mogu koristiti svim informacijama i podacima za koje smatraju da su korisni u razumnoj mjeri i da su dostupni, koje bi distributeri mogli imati na raspolaganju te koji su prikupljeni iz izvora koji nisu pružanje investicijskih ili pomoćnih usluga.

38. Prilikom dorađivanja ciljanog tržišta koje je definirao proizvođač, distributer ne smije odstupati od temeljnih odluka donesenih u okviru te definicije. Međutim, distributeri se ne smiju oslanjati samo na proizvođačevo ciljano tržište ne uzimajući u obzir kako bi ciljano tržište koje je definirao proizvođač odgovaralo distributerovoj bazi klijenata. U tu svrhu distributeri trebaju provesti i održavati namjenski postupak, koji je potrebno pokrenuti u svim slučajevima. Taj postupak podliježe proporcionalnosti, tj. kontroli i – ako je potrebno – distributerovo dorađivanje proizvođačeva ciljanog tržišta treba biti intenzivnije za složenije proizvode, a može biti manje intenzivno za jednostavnije, uobičajenije proizvode. Ako slijedom tog postupka distributer zaključi da se proizvođačevo ciljano tržište ne treba dorađivati, distributer se može koristiti proizvođačevim ciljanim tržištem u utvrđenom obliku.
39. Distributerova procjena ciljanog tržišta uglavnom će se izraditi nakon što proizvođač obavijesti distributera o svojem ciljanom tržištu. Međutim, može se dogoditi da proizvođač i distributer istovremeno definiraju i proizvođačevo i distributerovo ciljano tržište, uključujući provedbu postupaka provjere i dorađivanja. To se, primjerice, može dogoditi u slučajevima u kojima proizvođač i distributer zajednički razvijaju zajednički standard ciljanog tržišta za proizvode koje obično razmjenjuju. I proizvođač i distributer i dalje snose odgovornost svatko za svoje obveze utvrđivanja ciljanog tržišta kako je opisano Direktivom MiFID II i Delegiranom direktivom MiFID II te kako je dodatno navedeno u ovim smjernicama o utvrđivanju ciljanog tržišta. Proizvođač i dalje treba poduzimati razložne korake kako bi osigurao da se proizvodi distribuiraju utvrđenom ciljanom tržištu, a distributer treba osigurati da se proizvodi nude ili preporučuju samo kada je to u interesu klijenata.
40. Kada distributeri definiraju svoj asortiman proizvoda, trebaju posvetiti posebnu pažnju okolnostima u kojima možda neće moći provesti temeljitu procjenu ciljanog tržišta na temelju vrste usluga koje pružaju (to se posebice odnosi na izvršne usluge na koje se odnosi obaveza procjene prikladnosti ili kada se izvršne usluge se mogu pružati bez obaveze procjene prikladnosti). To je posebice važno za proizvode koji se odlikuju značajkama složenosti/rizika (ili drugim relevantnim značajkama kao što su, primjerice, nelikvidnost ili inovacija) kao i za okolnosti u kojima mogu postojati znatni sukobi interesa (primjerice, povezani s proizvodima koje je izdalo samo društvo ili drugi subjekti unutar grupe). U takvim je okolnostima najvažnije da distributeri uzmu u obzir sve relevantne informacije koje se odnose na ciljano tržište i na strategiju distribucije koje im je pružio proizvođač.

Utvrđivanje ciljanog tržišta: razlikovanje prema prirodi distribuiranog proizvoda

41. Distributer treba provesti utvrđivanje procjene ciljanog tržišta na odgovarajući i proporcionalan način, uzimajući u obzir prirodu investicijskog proizvoda, u skladu sa svime što je navedeno u stavcima 21. – 24.
42. U slučajevima u kojima je proizvođač utvrdio ciljano tržište za jednostavnije, uobičajenije proizvode, distributerovim se utvrđivanjem ciljanog tržišta ne mora nužno dorađivati proizvođačevo ciljano tržište.

Distributerovo utvrđivanje i procjena ciljanog tržišta: interakcija s investicijskim uslugama

43. Kao što je prethodno navedeno, distributeri su dužni utvrditi i procijeniti okolnosti i potrebe skupine klijenata kojima će nuditi ili preporučivati proizvod kako bi osigurali kompatibilnost tog proizvoda i ciljanih klijenata. Ta se obveza treba primjenjivati proporcionalno, ovisno ne samo o prirodi proizvoda (vidjeti stavak 41.), već i o vrsti investicijskih usluga koje društva pružaju.
44. U tom smislu treba napomenuti da, s jedne strane, na *ex ante* procjenu stvarnog ciljanog tržišta utječu usluge koje se pružaju jer se procjena može provesti više ili manje temeljito ovisno o količini dostupnih informacija o klijentima, a one pak ovise o vrsti usluga koje se pružaju i pravilima poslovnog ponašanja koja su povezana s pružanjem tih usluga (primjerice, u usporedbi s drugim uslugama, investicijsko savjetovanje i upravljanje portfeljem omogućuju stjecanje većeg skupa informacija o klijentima). S druge strane, procjena ciljanog tržišta utječe na odluku o vrsti usluga koje će se pružati u odnosu na prirodu proizvoda te okolnosti i potrebe utvrđenih ciljanih klijenata, s obzirom na to da razina zaštite ulagatelja varira za različite investicijske usluge ovisno o pravilima koja se primjenjuju u trenutku prodaje. Usluge investicijskog savjetovanja i upravljanja portfeljem omogućuju veći stupanj zaštite ulagatelja u usporedbi s drugim uslugama koje se pružaju u sklopu sustava prikladnosti ili kod pružanja izvršnih usluga bez obaveze procjene prikladnosti.
45. Od distributera se stoga očekuje da, kada definiraju svoj asortiman proizvoda, obrate posebnu pozornost na okolnosti u kojima možda neće moći provesti temeljitu procjenu ciljanog tržišta na temelju vrste usluga koje pružaju. Posebice, u slučajevima u kojima distributeri provode samo izvršne usluge uz procjenu prikladnosti (primjerice, putem brokerske platforme), trebaju uzeti u obzir da će uglavnom moći provesti procjenu stvarnog ciljanog tržišta koje je ograničeno samo na kategorije znanja i iskustva klijenata (vidjeti stavak 18. točku (b)); u slučajevima u kojima provode samo izvršne usluge bez obaveze procjene prikladnosti, uglavnom neće biti moguća ni procjena znanja ni iskustva klijenata⁸.

⁸ Kao što je prethodno objašnjeno (vidjeti stavak 36.), kako bi definirali ciljano tržište, distributeri se, uz informacije koje su prikupljene investicijskim ili pomoćnim uslugama, mogu koristiti svim daljnjim informacijama i podacima za koje smatraju da su korisni u razumnoj mjeri i koji im mogu biti na raspolaganju te koji su prikupljeni iz drugih izvora. Stoga čak i društva koja pružaju samo investicijske usluge u sklopu sustava prikladnosti ili bez obaveze procjene prikladnosti mogu biti u položaju da provedu temeljitiju procjenu ciljanog tržišta.

Po tom pitanju društva trebaju obratiti posebnu pozornost na strategiju distribucije koju je predložio proizvođač (vidjeti stavke 26., 49. – 51.).

46. To je posebice važno za proizvode koji se odlikuju značajkama složenosti/rizika (ili drugim relevantnim značajkama kao što je, primjerice, inovacija) kao i za okolnosti u kojima mogu postojati znatni sukobi interesa (primjerice, povezani s proizvodima koje je izdao subjekt unutar grupe društva ili u slučajevima u kojima distributeri prime poticaje od trećih strana), pri čemu se mora paziti na ograničenu razinu zaštite koja se procjenom prikladnosti pruža klijentima u trenutku prodaje (ili na nepostojanje zaštite u slučaju pružanja izvršnih usluga bez obaveze procjene prikladnosti). U takvim je okolnostima najvažnije da distributeri uzmu u obzir sve relevantne informacije koje se odnose na potencijalno ciljano tržište i na strategiju distribucije koje im je pružio proizvođač. Primjerice, kada proizvođačevo ciljano tržište opisuje proizvod s posebnim značajkama koji ne iziskuje samo detaljno znanje i iskustvo klijenta, već i posebno financijsko stanje te jedinstvene ciljeve/potrebe, distributer može odlučiti da će primijeniti oprezan pristup i da taj proizvod neće uvrstiti u svoj asortiman (iako bi društvo imalo priliku *ex ante* procijeniti kompatibilnost tog proizvoda sa svojom bazom klijenata u odnosu na znanje i iskustvo).
47. Nadalje, uzme li se u obzir da se klijentova zaštita smanjuje kada su dostupne informacije nedostatne za osiguravanje potpune procjene ciljanog tržišta, distributeri mogu odlučiti i da će klijentima dopustiti da posluju bez savjetovanja, nakon što ih upozore da društvo ne može u potpunosti procijeniti njihovu kompatibilnost s takvim proizvodima.
48. S druge strane, temeljitu procjenu ciljanog tržišta treba uvijek provesti u slučajevima u kojima distributeri namjeravaju na bilo koji način pristupiti klijentima ili potencijalnim klijentima kako bi im preporučili ili aktivno promovirali proizvod odnosno uzeli taj proizvod u obzir za pružanje usluge upravljanja portfeljem.

Distributerova strategija distribucije

49. Distributer treba uzeti u obzir strategiju distribucije koju je utvrdio proizvođač i kritički je analizirati. Međutim, u konačnici, uključujući slučajeve kada je proizvođač subjekt koji ne podliježe Direktivi MiFID II i stoga nije obavezan utvrditi strategiju distribucije, distributer treba definirati svoju strategiju distribucije u okviru informacija o svojoj bazi klijenata i vrsti usluga koje pruža.
50. Uzimajući u obzir proizvođačevu predloženu strategiju distribucije, distributer može odlučiti da će slijediti oprezniji pristup tako što će pružati investicijske usluge koje ulagateljima omogućuju višu razinu zaštite, kao što je usluga investicijskog savjetovanja. Primjerice, ako proizvođač smatra da su značajke nekog proizvoda kompatibilne sa strategijom distribucije kroz usluge koje ne uključuju savjetovanje, distributer svejedno može odlučiti da su obilježja njegovih postojećih ili potencijalnih klijenata (primjerice, vrlo ograničeno znanje i neiskustvo u ulaganju u tu vrstu proizvoda, nestabilno financijsko stanje i vrlo kratkoročni ciljevi) takva da bi investicijsko savjetovanje bilo najbolji izbor kako bi se klijentima osigurao njihov najbolji interes.

51. S druge strane, distributer u određenim okolnostima može odlučiti da će primijeniti manje oprezan pristup u odnosu na strategiju distribucije koju je definirao proizvođač. Primjerice, ako proizvođač smatra da bi se neki proizvod zbog njegovih posebnih značajki trebalo nuditi putem investicijskog savjetovanja, distributer taj proizvod svejedno može učiniti dostupnim određenom segmentu klijenata putem izvršnih usluga. U tim slučajevima ESMA očekuje da će distributer to učiniti tek nakon provedbe temeljite analize značajki proizvoda i ciljanih klijenata. Nadalje, o toj odluci treba obavijestiti proizvođača u sklopu distributerove obveze pružanja informacija o prodaji proizvođaču kako bi proizvođač tu odluku mogao uzeti u obzir u svojem postupku upravljanja proizvodima i odabiru odgovarajućih distributera (kako je opisano u stavcima 21. – 22.).

Upravljanje portfeljem, portfeljni pristup, zaštita od rizika i diversifikacija

52. Kada klijentu pruža investicijsko savjetovanje primjenom portfeljnog pristupa i upravljanja portfeljem, distributer se može služiti proizvodima u svrhu diversifikacije i zaštite od rizika. U tom se kontekstu proizvodi mogu prodavati izvan ciljanog tržišta ako su portfelj u cjelini ili kombinacija financijskog instrumenta i njegove zaštite od rizika odgovarajući za klijenta.

53. Distributerovo utvrđivanje ciljanog tržišta ne dovodi u pitanje procjenu primjerenosti. To znači da u određenim slučajevima može doći do dopuštenih odstupanja između utvrđivanja ciljanog tržišta i pojedinačne prihvatljivosti klijenta ako preporuka ili prodaja proizvoda zadovoljava zahtjeve primjerenosti temeljem portfeljnog pristupa kao i sve ostale mjerodavne zakonske zahtjeve (uključujući one koji su povezani s objavljivanjem, utvrđivanjem i upravljanjem sukobima interesa, primicima i dodatnim poticajima).

54. Distributer nije dužan izvještavati proizvođača o prodajama izvan pozitivnog ciljanog tržišta ako su te prodaje izvršene u svrhu diversifikacije i zaštite od rizika te ako su te prodaje i dalje prikladne s obzirom na klijentov ukupni portfelj ili rizik od kojeg se štiti.

55. Proizvođača se uvijek treba izvještavati o prodajama proizvoda na negativnom ciljanom tržištu i te se prodaje uvijek trebaju priopćiti klijentu, čak i kada su izvršene u svrhu diversifikacije ili zaštite od rizika. Prodaje na negativnom ciljanom tržištu trebale bi biti rijetkost, čak i kada se vrše u svrhu diversifikacije (vidjeti i stavke 67. – 74.).

Proizvođačevo i distributerovo redovito preispitivanje kako bi uzajamno procijenili dopiru li proizvodi i usluge do ciljanog tržišta

56. Člankom 16. stavkom 3. Direktive MiFID II i člancima 9. i 10. Delegirane direktive MiFID II od proizvođača i distributera zahtijeva se da redovito preispituju proizvode kako bi procijenili je li proizvod i dalje usklađen s potrebama, obilježjima i ciljevima utvrđenog ciljanog tržišta te je li planirana strategija distribucije i dalje odgovarajuća.

57. Proizvođači trebaju na proporcionalnoj osnovi razmotriti koje su im informacije potrebne kako bi mogli završiti svoje preispitivanje i kako da prikupe te informacije. U skladu s uvodnom izjavom 20. Delegirane direktive MiFID II relevantne informacije mogu uključivati, primjerice, informacije o tome koji distribucijski kanali su upotrijebljeni, udio prodaja koje

su izvršene izvan ciljanog tržišta, sažetak informacija o vrstama klijenata, sažetak zaprimljenih pritužbi i pitanja koja proizvođač postavi određenom uzorku klijenata kako bi dobio povratnu informaciju. Te informacije mogu biti u skupnom obliku i ne trebaju biti prikazane instrument po instrument ili prodaju po prodaju.

58. Kako bi podržali preispitivanja proizvođača u skladu s Direktivom MiFID, distributeri im trebaju pružati informacije o prodajama i, kada je primjenjivo, sve ostale relevantne informacije do kojih su mogli doći vlastitim povremenim preispitivanjem. Nadalje, distributeri trebaju razmotriti podatke i informacije koje mogu upućivati na to da su pogrešno utvrdili ciljano tržište za određeni proizvod ili uslugu odnosno da proizvod ili usluga više ne odgovaraju okolnostima utvrđenog ciljanog tržišta, primjerice kada proizvod postane nelikvidan ili vrlo volatilan zbog promjena na tržištu. Sve takve informacije podliježu načelu proporcionalnosti i uglavnom mogu biti u skupnom obliku te ne trebaju biti prikazane instrument po instrument ili prodaju po prodaju. Međutim, u slučajevima koji su posebno relevantni za određene pojedinačne instrumente (npr. zaključi li distributer da je ciljano tržište za određeni proizvod pogrešno utvrđeno) potrebno je pružiti informacije specifične za pojedinačni instrument.

59. U vezi s izvještavanjem o informacijama o prodajama izvan proizvođačeva ciljanog tržišta, distributeri bi trebali moći izvijestiti o svim odlukama koje su donijeli u vezi s prodajom izvan ciljanog tržišta ili proširenjem strategije distribucije koju je preporučio proizvođač te o informacijama o prodajama koje su izvršene izvan ciljanog tržišta (uključujući prodaje na negativnom ciljanom tržištu) uzimajući u obzir iznimke navedene u stavku 54.

Distribucija proizvoda koje proizvode subjekti koji ne podliježu zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II

60. Od društava koja distribuiraju proizvode koje nisu proizveli subjekti koji podliježu zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II očekuje se da će provesti potrebnu dubinsku analizu kako bi svojim klijentima pružali odgovarajuću razinu usluge i sigurnosti kakva im se pruža u slučajevima u kojima su proizvodi oblikovani u skladu sa zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II.

61. U slučajevima u kojima proizvod nije oblikovan u skladu sa zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II (primjerice, u slučaju investicijskih proizvoda koje izdaju subjekti koji ne podliježu zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II) to može utjecati na postupak prikupljanja informacija ili na utvrđivanje ciljanog tržišta:

- Definicija ciljanog tržišta: Distributer utvrđuje ciljano tržište čak i kada proizvođač nije odredio ciljano tržište⁹ (vidjeti stavak 34.). Stoga čak i kada društvo od proizvođača ne primi opis ciljanog tržišta ili informacije o postupku odobrenja proizvoda, ono mora

⁹ Vidjeti članak 10. stavak 1. Delegirane direktive MiFID II.

odrediti svoje „vlastito“ ciljano tržište. To treba učiniti na primjeren i proporcionalan način (vidjeti stavak 21.).

- **Postupak prikupljanja informacija:** distributeri poduzimaju sve razumne mjere kako bi osigurali da od proizvođača dobiju pouzdane i odgovarajuće informacije o proizvodima, kako bi osigurali distribuciju tih proizvoda u skladu s obilježjima, ciljevima i potrebama ciljanog tržišta¹⁰. Kada sve relevantne informacije nisu javno dostupne (primjerice, u okviru prospekta ili dokumenta s ključnim informacijama o PRIIP-ovima¹¹), razumne mjere trebaju uključivati sklapanje sporazuma s proizvođačem ili njegovim agentom kako bi se dobile sve relevantne informacije koje distributeru omogućuju provedbu vlastite procjene ciljanog tržišta. Javno dostupne informacije mogu se prihvatiti samo ako su jasne, pouzdane i ako su pripremljene tako da zadovoljavaju regulatorne zahtjeve¹². Na primjer, prihvatljive su informacije one koje su objavljene u skladu sa zahtjevima Direktive o prospektu, Direktive o transparentnosti, Direktive o UCITS-ima, Direktive o UAIF-ovima ili jednakovrijednim zahtjevima treće zemlje.

62. Obveza iz stavka 61. bitna je za proizvode koji se prodaju na primarnim i sekundarnim tržištima i primjenjuje se proporcionalno, ovisno o stupnju pristupa javno dostupnim informacijama i složenosti proizvoda¹³. Sporazum s proizvođačem uglavnom neće biti potreban za informacije o jednostavnijim, uobičajenijim proizvodima kao što su redovne dionice, no te se informacije mogu izvesti iz mnogostrukih izvora informacija koje se za takve proizvode objavljuju u regulatorne svrhe.

63. Kada distributer nije u mogućnosti da ni na jedan način ishodi dovoljne informacije o proizvodima koje proizvode subjekti koji ne podliježu zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II, društvo ne može ispuniti svoje obveze u skladu s Direktivom MiFID II i stoga te proizvode ne smije uvrstiti u svoj asortiman.

Primjena zahtjeva za upravljanje proizvodima na distribuciju proizvoda proizvedenih prije datuma primjene Direktive MiFID II

64. Proizvodi proizvedeni i distribuirani prije 3. siječnja 2018. ne bi smjeli biti obuhvaćeni područjem primjene zahtjeva za upravljanje proizvodima koji su utvrđeni Direktivom MiFID II.

65. Proizvodi koji su proizvedeni prije 3. siječnja 2018., ali se distribuiraju ulagateljima nakon 3. siječnja 2018., trebaju biti obuhvaćeni područjem primjene zahtjeva za upravljanje proizvodima koji se primjenjuju na distributere, a to se posebno odnosi na zahtjev za utvrđivanje ciljanog tržišta za svaki financijski proizvod. U tom slučaju distributer treba postupati kao da je proizvođač subjekt koji ne podliježe zahtjevima za upravljanje

¹⁰ Vidjeti članak 10. stavak 2. podstavak 3. Delegirane direktive MiFID II.

¹¹ Uredba (EU) br. 1286/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. studenoga 2014. o dokumentima s ključnim informacijama za upakirane investicijske proizvode za male ulagatelje i investicijske osigurateljne proizvode (PRIIP-ovi) (SL 352, 9.12.2014., str. 1. – 23.).

¹² Vidjeti članak 10. stavak 2. Delegirane direktive MiFID II.

¹³ Vidjeti članak 10. stavak 2. podstavak 3. Delegirane direktive MiFID II.

proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II. Kada proizvođač (dobrovoljno / temeljem trgovinskih sporazuma s distributerima) utvrdi ciljano tržište u skladu s ovim smjernicama, distributer se može pouzdati u to utvrđivanje ciljanog tržišta nakon što ga kritički analizira.

66. Proizvođač treba dodijeliti ciljano tržište tim proizvodima najkasnije nakon sljedećeg ciklusa postupka preispitivanja proizvoda koji se provodi u skladu s člankom 16. stavkom 3. Direktive MiFID II nakon 3. siječnja 2018. Distributer zatim treba razmotriti to ciljano tržište u svom postupku preispitivanja.

V.4. Smjernice o pitanjima koja se primjenjuju i na proizvođače i na distributere

Utvrđivanje „negativnog” ciljanog tržišta i prodaja izvan pozitivnog ciljanog tržišta

67. Društvo treba razmotriti bi li proizvod mogao biti nekompatibilan s određenim ciljanim klijentima („negativno” ciljano tržište)¹⁴. Društvo pritom treba primjenjivati kategorije i načela koja su navedena u stavcima 13. – 20. i 34. – 40. U skladu s pristupom koji je važio za utvrđivanje „pozitivnog” ciljanog tržišta, proizvođač (koji nema izravan odnos s krajnjim klijentima) moći će teoretski (tj. s općenitijim gledištem na to kako posebnosti određenog proizvoda nisu kompatibilne s određenim skupinama ulagatelja) utvrditi negativno ciljano tržište. Uzimajući u obzir proizvođačevo općenitije negativno ciljano tržište i informacije o vlastitoj bazi klijenata, distributer će imati priliku konkretnije utvrditi skupinu klijenata kojima ne bi smio distribuirati određeni proizvod. Uz to, distributer je obavezan utvrditi i skupinu/skupine klijenata s čijim potrebama, obilježjima i ciljevima usluga povezana s distribucijom određenog proizvoda ne bi bila kompatibilna.
68. Neka od obilježja ciljanog tržišta koja proizvođači i distributeri upotrebljavaju za procjenu pozitivnog ciljanog tržišta automatski će dovesti do oprečnih obilježja za ulagatelje s kojima proizvod nije kompatibilan (na primjer, proizvod koji je izrađen za investicijski cilj „špekulacija” istovremeno neće odgovarati ciljevima „niskog rizika”). U tom slučaju društvo može definirati negativno ciljano tržište tako da navede da su proizvod ili usluga nekompatibilni sa svim klijentima izvan pozitivnog ciljanog tržišta.
69. Važno je uzeti u obzir načelo proporcionalnosti. Kada se procjenjuje potencijalno negativno ciljano tržište, količina i pojedinosti čimbenika i kriterija ovisit će o prirodi proizvoda, a posebice o njegovoj složenosti ili profilu rizičnosti/dobiti (tj. standardni proizvod vjerojatno će biti nekompatibilan s manjom skupinom potencijalnih ulagatelja, a složeniji će proizvod vjerojatno biti nekompatibilan s većom skupinom klijenata).
70. Mogu postojati slučajevi u kojima se proizvodi mogu prodavati izvan pozitivnog ciljanog tržišta, u određenim okolnostima i pod uvjetom da su zadovoljeni svi ostali zakonski zahtjevi (uključujući zahtjeve povezane s objavljivanjem, primjerenošću ili prikladnošću, utvrđivanjem sukoba interesa i upravljanjem sukobima interesa). Međutim, pojedinačne

¹⁴ Vidjeti članak 9. stavak 9. i članak 10. stavak 2. Delegirane direktive MiFID II.

činjenice nekog slučaja trebaju opravdavati takvu prodaju, a razlog odstupanja treba jasno dokumentirati i navesti u izvješću o primjerenosti, kada ono postoji.

71. S obzirom na to da je negativno ciljano tržište izričit pokazatelj onih klijenata s čijim potrebama, obilježjima i ciljevima proizvod nije kompatibilan i kojima se proizvod ne bi smio distribuirati, prodaja ulagateljima iz te skupine treba biti rijetkost, opravdanje odstupanja treba biti značajno i za njega se uglavnom očekuje da bude bolje potkrijepljeno od opravdanja za prodaju izvan pozitivnog ciljanog tržišta.
72. Na primjer, do prodaje proizvoda izvan ciljanog tržišta može doći zbog prodaje bez savjetovanja (tj. kada se klijenti obrate društvu radi kupovine određenog proizvoda, a da društvo nije primijenilo aktivnu promidžbu odnosno da društvo nije ni na jedan način utjecalo na klijente) kada društvo ne raspolaže svim informacijama koje su potrebne za provedbu temeljite procjene činjenice pripada li klijent ciljanom tržištu, a to može biti slučaj, primjerice, za izvršne platforme koje posluju samo u sklopu sustava prikladnosti. U kontekstu aranžmana upravljanja proizvodima očekuje se da će društva *ex ante* analizirati okolnosti poput prethodno opisanih i donijeti odgovornu odluku o tome kako će postupati ako se te okolnosti ostvare te se očekuje da će zaposlenici koji izravno posluju s klijentima biti informirani o pristupu koji je utvrdilo upravljačko tijelo društva kako bi mogli postupati u skladu s tim pristupom. Društva trebaju uzeti u obzir i prirodu proizvoda uvrštenih u asortiman koji namjeravaju nuditi klijentima (primjerice u vezi sa složenosti/rizikom) i postojanje bilo kakvog sukoba interesa s klijentima (primjerice u slučaju plasiranja vlastitih proizvoda) kao i njihov poslovni model. Neka društva mogu, primjerice, razmotriti mogućnost da neće dozvoliti transakcije klijentima ako pripadaju negativnom ciljanom tržištu, ali da će drugim klijentima dozvoliti transakcije financijskim proizvodom koji se nalazi u „sivoj zoni”, tj. između pozitivnog i negativnog ciljanog tržišta.
73. Dobije li distributer saznanja, primjerice analizom pritužbi klijenata ili iz drugih izvora i podataka, da je prodaja određenog proizvoda izvan ciljanog tržišta koje je utvrđeno *ex ante* postala značajan fenomen (primjerice u smislu broja klijenata koji u tome sudjeluju), važno je da ta saznanja uzme u obzir tijekom svojeg povremenog preispitivanja proizvoda i povezanih usluga koje nudi. U takvim slučajevima distributer, primjerice, može zaključiti da je izvorno utvrđeno ciljano tržište bilo netočno i da ga treba preispitati ili da strategija distribucije povezana s njime nije bila odgovarajuća za proizvod te da je treba ponovo razmotriti.
74. Odstupanja od ciljanog tržišta (izvan pozitivnog ili unutar negativnog) koja bi mogla biti relevantna za proizvođačev postupak upravljanja proizvodima (posebice odstupanja koja se ponavljaju) treba prijaviti proizvođaču uzimajući u obzir iznimke navedene u stavku 54.

Primjena zahtjeva o ciljanom tržištu na društva koja posluju s veleprodajnim tržištima (tj. s profesionalnim ulagateljima i kvalificiranim nalogodavateljima)

Profesionalni ulagatelji i kvalificirani nalogodavatelji kao dio lanca financijskog posredovanja

75. Zahtjevi utvrđeni člankom 16. stavkom 3. Direktive MiFID II primjenjuju se bez obzira na vrstu klijenta (mali ulagatelj, profesionalni ulagatelj ili kvalificirani nalogodavatelj). Uz to, člankom 16. stavkom 3. i člankom 24. stavkom 2. Direktive MiFID II utvrđeno je da su ciljani klijenti „krajnji klijenti”. To znači da društvo ne treba utvrditi ciljano tržište za druga društva (profesionalne ulagatelje i kvalificirane nalogodavatelje) u lancu financijskog posredovanja, nego treba oblikovati ciljano tržište imajući na umu krajnjeg klijenta (tj. završnog klijenta u lancu financijskog posredovanja). Konkretnu vrstu krajnjeg klijenta na kojeg se cilja treba navesti u kategoriji vrste klijenta iz stavka 18. točke (a).

76. Kada profesionalni ulagatelj ili kvalificirani nalogodavatelj kupuje proizvod s namjerom da ga preproda drugim klijentima, tada je on karika u lancu financijskog posredovanja i ne smije ga se smatrati „krajnjim klijentom”.

77. U tom slučaju profesionalni ulagatelj (ili kvalificirani nalogodavatelj) obavlja posao distributera i stoga treba postupati u skladu sa zahtjevima za upravljanje proizvodima koji se primjenjuju na distributere.

78. Na primjer, ako društvo proda proizvod kvalificiranom nalogodavatelju koji proizvod kupuje s namjerom da ga distribuira profesionalnim ili malim ulagateljima, kvalificirani nalogodavatelj treba ponovo procijeniti relevantno ciljano tržište u skladu s obvezama koje ima kao distributer. Ako kvalificirani nalogodavatelj zatim izmijeni proizvod prije daljnje distribucije, to vjerojatno znači da mora biti u skladu s odredbama za upravljanje proizvodima koje se primjenjuju i na proizvođače i na distributere.

Profesionalni ulagatelji i kvalificirani nalogodavatelji kao krajnji klijenti

79. Okvirom za kategorizaciju klijenata u skladu s Direktivom MiFID II zaštita koja se odnosi na poslovno ponašanje prilagođena je potrebama svake kategorije klijenata (tj. malim ulagateljima, profesionalnim ulagateljima i kvalificiranim nalogodavateljima). U kontekstu veleprodajnog tržišta (koje uključuje samo profesionalne ulagatelje i kvalificirane nalogodavatelje) Direktivom MiFID dopušteno je stvaranje određenih pretpostavki o znanju i iskustvu klijenata u pogledu razumijevanja rizika ulaganja.

80. Direktivom MiFID II od društava se zahtijeva da osiguraju da proizvodi koje proizvode i/ili distribuiraju budu oblikovani tako da zadovoljavaju potrebe utvrđenog ciljanog tržišta krajnjih klijenata u okviru odgovarajuće kategorije klijenata¹⁵. U tom smislu, kada procjenjuju odgovarajuće ciljano tržište za određeni proizvod, društva trebaju uzeti u obzir

¹⁵ Vidjeti članak 16. stavak 3. podstavak 3. i članak 24. stavak 2. Direktive MiFID II.

odgovarajuću kategoriju klijenata i razmotriti omogućuje li im ta kategorija stvaranje bilo kakvih pretpostavki o znanju i iskustvu krajnjih klijenata.

Profesionalni ulagatelji kao krajnji klijenti

81. Društva imaju pravo pretpostavljati da profesionalni ulagatelji posjeduju znanje i iskustvo koje je potrebno za razumijevanje rizika povezanih s proizvodima ili uslugama za koje su klasificirani kao profesionalni ulagatelji¹⁶. Direktivom MiFID naznačena je razlika između profesionalnih ulagatelja kao takvih i profesionalnih ulagatelja na zahtjev – pod uvjetom da se za klijente koji pripadaju potonjoj kategoriji ne pretpostavlja da posjeduju znanje i iskustvo koje se može usporediti sa znanjem i iskustvom profesionalnih ulagatelja kao takvih.
82. Prilikom provedbe utvrđivanja ciljanog tržišta društva trebaju uzeti u obzir razlike pretpostavljenog opsega znanja malih i profesionalnih ulagatelja te, unutar kategorije profesionalnih ulagatelja, razlike između profesionalnih ulagatelja na zahtjev i profesionalnih ulagatelja kao takvih¹⁷. Na primjer, treba osmisliti različite pristupe za navedene različite kategorije klijenata i pritom uzeti u obzir razlike u profilima znanja i iskustva tih klijenata.
83. Moguće je da ciljano tržište nekih proizvoda (primjerice onih koji su pogodni za distribuciju na masovnim maloprodajnim tržištima) ima široku definiciju koja može obuhvaćati i male i profesionalne ulagatelje. Za proizvode kao što su, na primjer, udjeli ili dionice u uobičajenom UCITS fondu može se shodno tome smatrati da imaju ciljano tržište koje obuhvaća profesionalne ulagatelje. Međutim, ciljano će tržište nekih drugih proizvoda, a posebice proizvoda koji imaju složene profile rizičnosti, imati užu definiciju. Primjerice, ciljano tržište za potencijalno zamjenjive obveznice može se sastojati samo od profesionalnih ulagatelja kao takvih ili od profesionalnih ulagatelja na zahtjev koji vjerojatno razumiju složenosti povezane s tim proizvodima.

Kvalificirani nalogodavatelji kao krajnji klijenti

84. Regulatornim okvirom Direktive MiFID kvalificirani nalogodavatelji prepoznati su kao najsofisticiraniji ulagatelji i sudionici na tržištu kapitala i stoga se za te klijente ne primjenjuju mnoge zaštite koje se odnose na poslovno ponašanje. Međutim, Direktivom MiFID II nastoje se povećati zaštite za klijente koji nisu mali ulagatelji te se određeni zahtjevi za informiranje i izvješćivanje proširuju kako bi obuhvatili poslovanje društava s kvalificiranim nalogodavateljima. Iako društva nisu obvezna primjenjivati zahtjeve iz članka 24. (osim stavaka 4. i 5.) Direktive MiFID II kada sklapaju transakcije s kvalificiranim nalogodavateljima (članak 30. stavak 1. Direktive MiFID II), društva moraju osigurati da postupaju „pošteno, pravedno i u skladu s pravilima struke” i da tijekom svojeg poslovanja s kvalificiranim nalogodavateljima komuniciraju „pošteno, jasno i na način koji ne dovodi u zabludu”. Nadalje, zahtjevi utvrđeni člankom 16. stavkom 3. Direktive MiFID II primjenjuju

¹⁶ Vidjeti Prilog II. Direktive MiFID II.

¹⁷ Vidjeti odjeljak II.1. podstavak 2. Priloga II. Direktive MiFID II.

se bez obzira na vrstu klijenta (mali ulagatelj, profesionalni ulagatelj ili kvalificirani nalagodavatelj).

85. Kada se ciljano tržište krajnjih klijenata sastoji samo od kvalificiranih nalagodavatelja, ukupna procjena vjerojatno će biti manje sveobuhvatna. Kvalificirani nalagodavatelji vjerojatno će podrobno razumjeti tržišnu okolinu, komercijalnu održivost i ostale ključne čimbenike i rizike povezane s pojedinom odlukom o ulaganju.