



European Securities and  
Markets Authority

# Smernice

**o zahtevah glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II**



## Kazalo

I. Področje uporabe .....	3
II. Namen .....	3
III. Opredelitve pojmov .....	4
IV. Obveznosti v zvezi s skladnostjo in poročanjem.....	4
V. Smernice o uporabi člena 16(3) in člena 24(2) direktive MiFID II .....	5
V.1. Splošno .....	5
V.2. Smernice za pripravljavce.....	5
V.3. Smernice za distributerje .....	8
V.4. Smernice o vprašanjih, ki zadevajo tako pripravljavce kot distributerje .....	16

## I. Področje uporabe

### Kdo?

1. Te smernice so namenjene:

- podjetjem, za katera veljajo katere koli zahteve iz naslednjih členov:
  - i. člena 9(3) Direktive 2014/65/EU<sup>1</sup> (v nadaljnjem besedilu: direktiva MiFID II),
  - ii. člena 16(3) direktive MiFID II,
  - iii. člena 24(1) in (2) direktive MiFID II,
  - iv. členov 9 in 10 Delegirane direktive Komisije (EU) 2017/593<sup>2</sup> (v nadaljnjem besedilu: delegirana direktiva MiFID II);
- organom, pristojnim za nadzor navedenih podjetij.

### Kaj?

2. Te smernice se uporabljajo v zvezi z zahtevami, navedenimi v odstavku 1 teh smernic. Zadevajo pripravlanje in distribucijo naložbenih produktov.

### Kdaj?

3. Te smernice se začnejo uporabljati 3. januarja 2018.

## II. Namen

4. Namen teh smernic je razjasniti podjetjem, navedenim v odstavku 1, obveznosti glede upravljanja produktov.
5. Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) pričakuje, da bodo te smernice spodbudile konvergenco pri izvajanju in uporabi zahtev glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II. Ob upoštevanju teh smernic organ ESMA pričakuje ustrezen okrepitev varstva vlagateljev. V Prilogi V je na voljo večje število ponazoritvenih primerov. Ti niso del smernic, temveč je njihov namen pomoč podjetjem in pristojnim organom pri razumevanju, kako se te smernice uporabljajo.

---

<sup>1</sup> Direktiva 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov ter spremembi Direktive 2002/92/ES in Direktive 2011/61/EU (UL L 173, 12.6.2014, str. 349).

<sup>2</sup> Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 z dne 7. aprila 2016 o dopolnitvi Direktive 2014/65/EU Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z zaščito finančnih instrumentov in sredstev, ki pripadajo strankam, obveznostmi glede upravljanja produktov in pravili, ki se uporabljajo za zagotavljanje ali prejemanje pristojbin, provizij ali kakršnih koli denarnih ali nedennarnih koristi (UL L 87, 31.3.2017, str. 500–517).

### III. Opredelitve pojmov

6. V teh smernicah se uporabljajo naslednje opredelitve pojmov:

- „podjetja“ pomeni podjetja, za katera veljajo zahteve iz odstavka 1, in vključuje investicijska podjetja (kot so opredeljena v členu 4(1)(1) direktive MiFID II), vključno s kreditnimi institucijami, kadar nudijo investicijske storitve in posle (v smislu člena 4(1)(2) direktive MiFID II), investicijska podjetja in kreditne institucije, kadar prodajajo strukturirane vloge ali strankam svetujejo v zvezi z njimi, družbe za upravljanje KNPVP in zunanje upravitelje alternativnih investicijskih skladov (UAIS) (kot so opredeljeni v členu 5(1)(a) direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov<sup>3</sup>), kadar nudijo investicijske storitve individualnega upravljanja naložbenih portfeljev ali pomožne storitve (v smislu člena 6(3)(a) in (b) direktive o KNPVP<sup>4</sup> ter člena 6(4)(a) in (b) direktive o UAIS);
- „naložbeni produkt“ pomeni finančni instrument (v smislu člena 4(1)(15) direktive MiFID II) ali strukturirano vlogo (v smislu člena 4(1)(43) direktive MiFID II);
- „pripravljaivec“ ob upoštevanju uvodne izjave 15 in člena 9(1) delegirane direktive MiFID II pomeni podjetje, ki pripravi naložbeni produkt, kar vključuje stvaritev, razvoj, izdajo ali oblikovanje tega produkta, vključno s svetovanjem podjetniškemu izdajatelju pri lansiranju novega produkta;
- „distributer“ ob upoštevanju uvodne izjave 15 in člena 10(1) delegirane direktive MiFID II pomeni podjetje, ki ponuja, priporoča ali prodaja naložbeni produkt oz. investicijsko storitev stranki.

### IV. Obveznosti v zvezi s skladnostjo in poročanjem

#### Vloga teh smernic

7. Ta dokument vsebuje smernice, izdane v skladu s členom 16 uredbe o ustanovitvi organa ESMA. V skladu s členom 16(3) navedene uredbe si morajo pristojni organi in udeleženci na finančnem trgu na vsak način prizadevati za spoštovanje smernic.
8. Pristojni organi, za katere smernice veljajo, bi jih morali upoštevati tako, da jih vključijo v svoje nadzorne prakse, tudi če so posamezne smernice namenjene predvsem udeležencem na finančnem trgu.

---

<sup>3</sup> Direktiva 2011/61/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov in spremembah direktiv 2003/41/ES in 2009/65/ES ter uredb (ES) št. 1060/2009 in (EU) št. 1095/2010 (UL L 174, 1.7.2011, str. 1–73).

<sup>4</sup> Direktiva 2009/65/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (UL L 302, 17.11.2009, str. 32).

## **Zahteve v zvezi s poročanjem**

9. Pristojni organi, na katere se te smernice nanašajo, morajo obvestiti organ ESMA, ali te smernice upoštevajo oziroma jih nameravajo upoštevati, in navedejo razloge za vsako neupoštevanje. Organ ESMA morajo obvestiti v dveh mesecih po objavi smernic na njegovem spletišču v vseh uradnih jezikih EU.
10. Podjetjem ni treba sporočiti organu ESMA, če smernice spoštujejo.

## **V. Smernice o uporabi člena 16(3) in člena 24(2) direktive MiFID II**

### **V.1. Splošno**

11. V skladu s pododstavkom 2 člena 9(1) in pododstavkom 1 člena 10(1) delegirane direktive MiFID II bi se morale te smernice uporabljati primerno in sorazmerno, pri čemer se upoštevajo narava finančnega instrumenta, investicijska storitev in ciljni trg za produkt.
12. Kadar je podjetje hkrati v vlogi pripravljavca in distributerja naložbenih produktov, se spodnje smernice uporabljajo, kot je ustrezno, dokler podjetje izpolnjuje vse veljavne obveznosti pripravljavca in distributerja.

### **V.2. Smernice za pripravljavce**

#### **Pripravljavčeva opredelitev potencialnega ciljnega trga: kategorije, ki jih je treba upoštevati**

13. Pripravljavec opredelitve potencialnega ciljnega trga ne bi smel opraviti izključno na podlagi kvantitativnih meril, temveč tudi na podlagi zadostnih kvalitativnih meril. Predvsem pri storitvah za široko potrošnjo je včasih potrebna avtomatizacija postopkov, ki običajno sloni na formulah in algoritemskih metodologijah za obdelavo kvantitativnih meril za produkte in stranke. Taki številčni podatki so običajno ustvarjeni s pomočjo sistemov točkovanja (npr. z uporabo značilnosti produkta, kot so nestanovitnost finančnih instrumentov in ocene izdajateljev, ali s pretvorbo dejanskih podatkov v številčne). Pri opredelitvi ciljnega trga se podjetja ne bi smela opirati izključno na taka kvantitativna merila, temveč bi jih morala zadostno uravnotežiti s kvalitativnimi.
14. Pripravljavci bi morali kot podlago za opredelitev ciljnega trga za svoje naložbene produkte uporabljati seznam kategorij, naveden v teh smernicah. Seznam je kumulativen: pri ocenjevanju ciljnega trga bi moral vsak pripravljavec upoštevati vsako izmed kategorij. Pri tem bi moral pripravljavec preučiti ustreznost vsake kategorije za posamezen produkt in nato določiti raven ujemanja z opredelitvijo glede na vrsto, naravo in druge značilnosti produkta (kot je opisano v odstavkih 18–24 smernic).
15. Pri opisovanju oziroma podrobnejšem določanju vsake izmed teh kategorij bi morali pripravljavci upoštevati razmerja med različnimi kategorijami, saj vse prispevajo k opredelitvi ciljnega trga za določen produkt.

16. Pripravljavci ne bi smeli izključiti nobene izmed spodnjih petih kategorij. Če pripravljavec meni, da ga teh pet kategorij pri opredelitvi ustreznega ciljnega trga preveč omejuje, lahko doda dodatne kategorije. Pri odločanju, ali bi morali uporabiti take dodatne kategorije ali ne, lahko pripravljavci upoštevajo značilnosti informacijskih kanalov, vzpostavljenih z distributerji. Da se olajša izmenjava informacij z distributerji in spodbuja uporaba odprte arhitekture, se denimo pripravljavci lahko odločijo, da dodatne kategorije uporabljajo samo v primerih, ko so te za opredelitev ustreznega ciljnega trga za produkt nujne.
17. Pripravljavci morajo opredeliti potencialni ciljni trg<sup>5</sup>. V skladu z dejstvom, da običajno nimajo neposrednega stika s strankami, in pododstavkom 2 člena 9(9) delegirane direktive MiFID II lahko ciljni trg med drugim opredelijo na podlagi svojega teoretičnega znanja o produktu in izkušenj z njim.
18. Pripravljavci bi morali uporabiti naslednji seznam petih kategorij:
- (a) vrsta strank, ki jim je produkt namenjen: podjetje bi moralo določiti, kateri vrsti strank je produkt namenjen. To bi moralo določiti v skladu s kategorizacijo iz direktive MiFID II: „neprofesionalna stranka“, „profesionalna stranka“ in/ali „primerna nasprotna stranka“;
  - (b) znanje in izkušnje: podjetje bi moralo določiti, kakšno znanje bi morala imeti stranka o prvinah, kot so ustrezna vrsta produkta, značilnosti produkta in/ali tematsko povezana področja, ki so v pomoč pri razumevanju produkta. Za strukturirane produkte z zapletenimi profili donosa bi npr. podjetja lahko določila, da bi ciljni vlagatelji morali vedeti, kako produkt te vrste deluje in kakšne rezultate lahko pričakujejo. V zvezi z izkušnjami bi lahko podjetje opisalo, koliko praktičnih izkušenj bi morale imeti ciljne stranke s prvinami, kot so ustrezna vrsta produkta, ustrezne značilnosti produkta in/ali tematsko povezana področja. Podjetje bi lahko npr. določilo, koliko časa bi morale biti stranke že dejavne na finančnih trgih. V nekaterih primerih so lahko znanje in izkušnje soodvisni (vlagatelj z malo ali nič izkušenj bi bil lahko npr. primerna ciljna stranka, če pomanjkanje izkušenj nadomesti z obširnimi znanjem);
  - (c) finančni položaj, predvsem zmožnost kritja izgub: podjetje bi moralo določiti, kolikšen delež izgub bi si morala biti stranka zmožna in pripravljena privoščiti (npr. le manjše izgube ali popolna izguba) ter ali obstajajo kakšne dodatne plačilne obveznosti, s katerimi bi se lahko prekoračila vložena glavnica (npr. pozivi h kritju). To bi bilo lahko izraženo tudi kot največji delež sredstev, ki se lahko vložijo;
  - (d) dovoljeno tveganje in združljivost profila tveganja/donosa produkta s ciljnimi trgom: podjetje bi moralo določiti, kakšno splošno stališče glede naložbenega tveganja naj bi imele ciljne stranke. Osnovni pogledi na tveganje bi morali biti kategorizirani (npr. „nagnjena k tveganju ali špekulaciji“, „uravnotežena“, „previdna“) in jasno opisani. Ker

---

<sup>5</sup> Glej člen 9(9) delegirane direktive MiFID.

imajo posamezna podjetja v verigi lahko različne pristope za opredelitev tveganja, bi morale podjetje izrecno določiti merila, po katerih kategorizira stranke. Podjetja bi morala za izpolnitev te zahteve uporabiti kazalnik tveganja, določen v uredbi o PRIIP ali direktivi o KNPVP, kadar je to primerno;

- (e) cilji in potrebe strank: podjetje bi moralo določiti naložbene cilje in potrebe strank, za katere je produkt oblikovan, vključno s širšimi finančnimi cilji strank in njihovo splošno naložbeno strategijo. Pri tem lahko uporabi denimo pričakovano obdobje naložbe (število let do konca naložbe). Te cilje lahko še podrobneje opredeli z določitvijo izbranih vidikov naložbe in pričakovanj strank. Posamezni cilji in potrebe strank, ki bi jih moral produkt izpolniti, so lahko specifični ali splošnejši. Produkt je lahko npr. oblikovan, da izpolni potrebe določene starostne skupine, da stranki pomaga doseči davčno učinkovitost na podlagi njene države davčnega rezidentstva, ali pa ima posebne značilnosti za doseg določenih naložbenih ciljev, kot so „zaščita valute“, „zelena naložba“, „etična naložba“ itd., kar najbolj ustreza.

19. Z opisom ene ali več zgornjih kategorij je lahko, odvisno od značilnosti posameznega pripravljenega produkta, opredeljena široka skupina strank, ki lahko vključuje tudi bolj omejeno skupino. Če je npr. za produkt ugotovljeno, da je primeren za stranke s splošnim ustreznim znanjem in izkušnjami, je seveda primeren tudi za stranke z naprednim znanjem in izkušnjami.

20. Da bi se izognili nesporazumom in napačnemu razumevanju, bi morali pripravljavci jasno opredeliti pojme in terminologijo, ki jo uporabljajo pri opredelitvi ciljnega trga na podlagi petih kategorij, navedenih zgoraj.

### **Opredelitev potencialnega ciljnega trga: razlikovanje na podlagi narave pripravljenega produkta**

21. Opredelitev ciljnega trga bi morala biti opravljena na primeren in sorazmeren način, pri čemer bi se morala upoštevati narava naložbenega produkta. To pomeni, da bi se pri opredelitvi ciljnega trga morale upoštevati značilnosti produkta, kot so njegova kompleksnost (vključno s strukturo stroškov in dajatev), profil tveganja/donosa ali likvidnost in njegova inovativnost.

22. Zato bi se moral za zapletenejše produkte, kot so strukturirani produkti z zapletenimi profili donosa, ciljni trg opredeliti podrobneje. Za preprostejše, pogostejše produkte pa bo ciljni trg verjetno opredeljen manj podrobno<sup>6</sup>:

- Za nekatere vrste naložbenih produktov lahko pripravljavec opredeli kategorije ciljnega trga iz odstavka 18 na podlagi skupnega pristopa za finančne instrumente iste vrste, ki imajo dovolj primerljive značilnosti (npr. zaradi opravljene zunanje

---

<sup>6</sup> Glej uvodno izjavo 19 delegirane direktive MiFID.

primerjalne analize ali ker spadajo v segment borze, za katerega veljajo določene zahteve).

- Opis ene ali več zgoraj omenjenih kategorij je lahko splošnejši, odvisno od naložbenega produkta. Preprostejši kot je produkt, manj podrobna je lahko kategorija.

23. Vendar pa je treba v vseh primerih ciljni trg opredeliti dovolj razčlenjeno, da ta ne vključuje kakšne skupine vlagateljev, čigar potrebe, značilnosti in cilji s produktom niso združljivi.

24. Za posebej prilagojene, po meri pripravljene produkte je ciljni trg produkta običajno stranka, ki je produkt naročila, razen če je predvidena distribucija produkta tudi drugim strankam.

### **Povezava med distribucijsko strategijo pripravljavca in njegovo opredelitvijo ciljnega trga**

25. V skladu s členom 16(3) direktive MiFID II pripravljavec zagotavlja, da se načrtovana distribucijska strategija sklada z opredeljenim ciljnim trgom. V skladu s členom 24(2) direktive MiFID II mora sprejeti razumne ukrepe, da bi se finančni produkt distribuiral na opredeljenem ciljnem trgu. Pripravljavec bi moral opredeliti svojo distribucijsko strategijo tako, da se z njo podpira prodaja vsakega produkta na ciljnem trgu tega produkta. Kadar lahko pripravljavec izbira distributerje svojih produktov, si mora tudi čim bolj prizadevati za to, da izbere distributerje, pri katerih je vrsta strank in ponujenih storitev združljiva s ciljnim trgom produkta.

26. Pri opredelitvi distribucijske strategije bi moral pripravljavec določiti, koliko informacij o strankah potrebuje distributer, da ustrezno oceni ciljni trg za njegov produkt. Pripravljavec bi moral tako predlagati vrsto investicijske storitve, v okviru katere bi ciljne stranke morale pridobiti ali bi lahko pridobile ta finančni instrument. Če meni, da je produkt primeren za prodajo brez svetovanja, lahko podjetje tudi določi najprimernejši kanal za pridobitev.

### **V.3. Smernice za distributerje**

#### **Časovna umestitev distributerjeve ocene ciljnega trga med druge postopke upravljanja produktov in razmerje med njimi**

27. Distributerjeva opredelitev ciljnega trga (tj. „dejanskega“ ciljnega trga produkta) bi se morala opraviti v okviru splošnega postopka odločanja o naboru storitev in produktov, ki jih distributer namerava ponujati. Dejanski ciljni trg bi se moral tako opredeliti že v zgodnji fazi, ko organ vodenja določa poslovno politiko in distribucijske strategije podjetja, torej vnaprej (tj. preden podjetje začne z dnevnim poslovanjem).

28. Distributerji bi morali še posebej prevzeti odgovornost, da že od samega začetka zagotavljajo splošno skladnost produktov in povezanih storitev, ki jih nameravajo ponujati, s potrebami, značilnostmi in cilji strank.



29. Postopek odločanja o obsegu storitev in produktov v kombinaciji s postopkom opredelitve ciljnega trga bi morala imeti neposreden vpliv na dnevno poslovanje podjetja, saj se s tem odločitve organa vodenja izvajajo vzdolž verige odločanja in hierarhije v podjetju. Ta postopka bosta imela tako skupaj neposreden vpliv na skladnost ponujenih produktov in storitev ter bosta vplivala tudi na vse druge ustrezne postopke, povezane s ponujenimi storitvami, predvsem na opredelitev proračunskih ciljev in politike prejemkov zaposlenih.
30. Podjetja bi se morala še posebej osredotočiti na investicijske storitve, v okviru katerih bodo ponujale produkte ustreznim ciljnim trgom. V tem okviru organ ESMA pričakuje, da se ustrezno upošteva narava produktov, pri čemer bi se morala posebna pozornost nameniti produktu, za katere so značilne kompleksnost/tveganost ali druge ustrezne značilnosti (npr. nelikvidnost in inovativnost).<sup>7</sup> Če ima denimo distributer podrobne informacije o nekaterih strankah (npr. ker zanje že izvaja investicijsko svetovanje), bi se lahko odločil, da bi zaradi določenega profila tveganja/donosa produkta tej skupini strank najboljše služil, če bi zanje izključil storitve izvrševanja. Podobno bi se distributer lahko odločil, da bi nekatere nekompleksne produkte, ki bi jih sicer lahko ponujal tudi samo za izvršitev, ponujal samo v skladu z zahtevami za ustreznost ali primernost in s tem dodatno zaščitil stranke.
31. Distributerji bi se morali predvsem odločiti, katere produkte bodo priporočali (tudi v okviru upravljanja naložbenih portfeljev), ponujali ali dejavno tržili katerim skupinam strank (ki imajo skupne značilnosti v smislu znanja, izkušenj, finančnega položaja itd.). Distributerji bi se morali tudi odločiti, kateri produkti bodo na voljo (obstoječim ali potencialnim) strankam na lastno pobudo v obliki storitev izvrševanja brez dejavnega trženja, ob upoštevanju, da je v takih primerih lahko o strankah na voljo le malo informacij.
32. Če distributer na podlagi vseh informacij in podatkov, s katerimi razpolaga ter jih je pridobil v okviru investicijskih ali pomožnih storitev ali iz drugih virov, vključno z informacijami, ki jih je dobil od pripravljavcev, oceni, da določen produkt ne bo nikoli skluden s potrebami in značilnostmi svojih obstoječih ali potencialnih strank, bi se moral v vsakem primeru vzdržati vključitve produkta v svoj asortiment (v katerem je določeno, kateri produkti so v ponudbi, komu se ponujajo in v okviru katerih investicijskih storitev se ponujajo).

### **Povezava med zahtevami glede upravljanja produktov in ocenjevanjem primernosti ali ustreznosti**

33. Obveznosti distributerja, da opredeli dejanski ciljni trg in zagotavlja, da se produkt distribuira v skladu z dejanskim ciljnim trgom, ne more nadomestiti ocena primernosti ali ustreznosti. Omenjena obveznost mora biti izpolnjena poleg take ocene in preden se

---

<sup>7</sup> To je v skladu z uvodno izjavo 18 delegirane direktive MiFID II, ki se glasi: „Glede na zahteve iz Direktive 2014/65/EU in v interesu zaščite vlagateljev bi se morala pravila upravljanja produktov uporabljati za vse produkte, ki se prodajajo na primarnih in sekundarnih trgih, ne glede na vrsto zagotovljenega produkta ali storitve in zahteve, ki veljajo na prodajnem mestu. Vendar pa se ta pravila lahko uporabljajo sorazmerno, odvisno od zapletenosti produkta in stopnje, do katere je mogoče pridobiti javno dostopne informacije, ob upoštevanju narave instrumenta, investicijske storitve in ciljnega trga. Sorazmernost pomeni, da bi bila lahko ta pravila razmeroma preprosta za nekatere enostavne produkte, ki se distribuirajo samo za izvršitev, če bi bili taki produkti združljivi s potrebami in značilnostmi množičnega maloprodajnega trga.“

izvede taka ocena. Z opredelitvijo ciljnega trga za posamezen produkt in distribucijske strategije v zvezi z njim bi morali zagotoviti, da produkt prejme vrsta strank s potrebami, značilnostmi in cilji, za katere je bil oblikovan, in ne druga skupina strank, s katerimi morda ni združljiv.

### **Distributerjeva opredelitev ciljnega trga: kategorije, ki jih je treba upoštevati**

34. Distributerji bi morali kot podlago za opredelitev ciljnega trga za svoje produkte uporabljati isti seznam kategorij kot pripravljavci (glej odstavek 18). Vendar pa bi morali distributerji opredeliti ciljni trg na konkretnější ravni in pri tem upoštevati, kateri vrsti strank ponujajo naložbene produkte ter kakšne narave oz. vrste so naložbeni produkti in investicijske storitve, ki jih ponujajo.
35. Ker mora pripravljavec določiti potencialni ciljni trg na podlagi svojega teoretičnega znanja in izkušenj s podobnim produktom, ciljni trg produkta določi brez specifičnega znanja o posameznih strankah. Pripravljaveva ocena je tako izvedena na podlagi splošnejšega mnenja, kako bi bile značilnosti/narava produkta združljive z določenimi vrstami vlagateljev. Temelji na njihovem znanju o finančnih trgih in preteklih izkušnjah s podobnimi produkti. S tem je trg zamejen na abstraktnejši ravni.
36. Distributer pa mora določiti dejanski ciljni trg, pri čemer upošteva, kako je pripravljavec zamejil potencialni ciljni trg. Distributerji bi morali svoj ciljni trg opredeliti na podlagi informacij in znanja o svoji bazi strank ter (morebitnih) informacij, prejetih od pripravjavca, ali informacij, ki jih je pridobil distributer sam v okviru teoretičnega raziskovanja (še posebej v primerih, ko je distributer novo podjetje, ki še nima dovolj dejanskih informacij o svojih strankah). Distributerji bi morali pripravljavevo splošnejšo oceno ciljnega trga dopolniti z obstoječimi informacijami o svojih strankah, da opredelijo svoj ciljni trg za produkt, tj. skupino strank, ki ji bodo dejansko ponujali produkt v okviru svojih storitev.
37. V ta namen bi morali distributerji opraviti temeljito analizo značilnosti svojih strank, tako obstoječih kot potencialnih (distributer ima lahko npr. stranke z bančnimi vlogami, ki jim namerava ponujati investicijske storitve). Distributerji bi morali uporabiti vse informacije in podatke, ki se jim zdijo dovolj uporabni in razpoložljivi za ta namen, ki so jim na voljo in ki so jih zbrali v okviru investicijskih ali pomožnih storitev. Poleg tega bi lahko uporabljali vse informacije in podatke, ki se jim zdijo dovolj uporabni in razpoložljivi za ta namen, ki so jim na voljo in ki so jih zbrali iz drugih virov, ne iz investicijskih ali pomožnih storitev.
38. Pri izpopolnjevanju pripravljavevega ciljnega trga distributer ne bi smel odstopati od njegovih temeljnih odločitev. Vendar pa se distributerji ne morejo opirati samo na pripravljavev ciljni trg, ne da bi premislili, kako bi ciljni trg, ki ga je opredelil pripravljavec, ustrezal njihovi bazi strank. V ta namen bi morali distributerji uvesti in vzdrževati namenski postopek, ki ga izvajajo pri vseh primerih. Pri postopku bi se morala upoštevati sorazmernost – distributer bi moral intenzivneje pregledati in (če je potrebno) izpopolniti pripravljavev ciljni trg pri kompleksnejših produktih; pri preprostejših, pogostejših produktih pa bi bil lahko ta postopek manj intenziven. Če v okviru postopka distributer

sklene, da ciljnega trga pripravljavca ni treba izpopolniti, lahko uporabi pripravljavčev ciljni trg v nespremenjeni obliki.

39. Običajno distributer izvede oceno ciljnega trga potem, ko mu pripravljavec sporoči svoj ciljni trg. Možno pa je, da pripravljavec in distributer opredelita tako ciljni trg pripravljavca kot ciljni trg distributerja istočasno, vključno z morebitno izvedbo postopka pregleda in izpopolnitve. Do tega lahko pride npr., če pripravljavec in distributer razvijeta skupen standard za ciljni trg za produkte, pri katerih običajno sodelujeta. Pripravljavec in distributer vseeno ohranita odgovornost za svojo obveznost, da opredelita ciljni trg, kot je navedeno v direktivi MiFID II in delegirani direktivi MiFID II ter podrobneje določeno v teh smernicah. Pripravljavec mora kljub temu sprejeti razumne ukrepe, da bi se produkti distribuiral na opredeljenem ciljnem trgu, in distributer mora zagotoviti, da se finančni instrumenti ponujajo ali priporočajo le, kadar je to v interesu stranke.
40. Ko distributerji opredeljujejo svoj asortiment produktov, bi morali posebno pozornost nameniti situacijam, v katerih morda ne bodo mogli temeljito oceniti ciljnega trga zaradi vrste storitev, ki jih nudijo (še posebej storitve izvrševanja, za katere velja preskus ustreznosti ali ki so ponujene samo za izvršitev). To je pomembno zlasti pri produktih, za katere je značilna kompleksnost/tveganost (ali druge ustrezne značilnosti, npr. nelikvidnost in inovativnost), in tudi v situacijah, pri katerih lahko pride do znatnega nasprotja interesov (npr. pri produktih, ki jih izdaja podjetje samo ali drugi subjekti znotraj skupine). V takih okoliščinah je zelo pomembno, da distributerji ustrezno upoštevajo vse ustrezne informacije, pridobljene od pripravljavca produkta, glede ciljnega trga in tudi distribucijske strategije.

#### **Opredelitev ciljnega trga: razlikovanje na podlagi narave distribuiranega produkta**

41. Tudi distributerjeva opredelitev ciljnega trga bi morala biti opravljena na primeren in sorazmeren način, pri čemer se upošteva narava naložbenega produkta, v skladu z navedenim v odstavkih 21 do 24.
42. Kadar je pripravljavec opredelil ciljni trg za preprostejše, pogostejše produkte, ni nujno, da pri distributerjevi opredelitvi ciljnega trga pride do izpopolnitve pripravljavčevega ciljnega trga.

#### **Distributerjeva opredelitev in ocena ciljnega trga: interakcija z investicijskimi storitvami**

43. Kot je navedeno zgoraj, morajo distributerji opredeliti in oceniti okoliščine in potrebe skupine strank, ki ji nameravajo dejansko ponuditi produkt, saj s tem zagotovijo, da je ta produkt združljiv z ustreznimi ciljnim strankami. Ta obveznost velja sorazmerno in ni odvisna le od narave produkta (glej odstavek 41), temveč tudi od vrste investicijskih storitev, ki jih nudijo podjetja.
44. V zvezi s tem je treba omeniti, da po eni strani na vnaprejšnjo oceno dejanskega ciljnega trga vplivajo storitve, ki jih nudi podjetje, saj je ocena lahko izvedena bolj ali manj temeljito, odvisno od tega, koliko informacij o strankah je na voljo, kar pa je odvisno od vrste storitev,

ki jih nudi podjetje, in pravil poslovanja z njimi (predvsem pri investicijskem svetovanju in upravljanju naložbenih portfeljev je možno pridobiti širši sklop informacij o strankah kot pri drugih storitvah). Po drugi strani pa ocena ciljnega trga vpliva na odločitev, katere vrste storitev bo nudilo podjetje v zvezi z naravo produkta ter okoliščinami in potrebami opredeljenih ciljnih strank, saj se raven varstva vlagateljev med različnimi investicijskimi storitvami razlikuje, odvisno od pravil, ki veljajo na prodajnem mestu. Predvsem pri investicijskem svetovanju in upravljanju naložbenih portfeljev je možna višja raven varstva vlagateljev kot pri drugih storitvah, ponujenih po ureditvi ustreznosti ali samo za izvršitev.

45. Zato je pričakovati, da bodo distributerji pri opredelitvi svojega asortimenta produktov posebno pozornost namenili situacijam, v katerih morda ne bodo mogli temeljito oceniti ciljnega trga zaradi vrste storitev, ki jih nudijo. Kadar distributerji samo opravljajo storitve izvrševanja z oceno ustreznosti (npr. prek posredniške platforme), bi morali upoštevati, da bodo pri oceni dejanskega ciljnega trga običajno omejeni izključno na kategorijo znanja in izkušenj strank (glej odstavek 18(b)); kadar le opravljajo storitve izvrševanja samo za izvršitev, običajno ne bo možna niti ocena znanja in izkušenj strank.<sup>8</sup> V zvezi s tem bi morala podjetja posebno pozornost nameniti distribucijski strategiji, ki jo predlaga pripravljavec (glej odstavke 26 in 49–51).
46. To je zlasti pomembno za produkte, za katere je značilna kompleksnost/tveganost (ali druge ustrezne značilnosti, npr. inovativnost), in tudi v situacijah, pri katerih lahko pride do znatnega nasprotja interesov (npr. pri produktih, ki jih izdajajo subjekti znotraj skupine, v kateri je podjetje, ali kadar distributerji prejemajo spodbude od tretjih strank), ob upoštevanju, da je raven zaščite, ki jo imajo stranke ob preskusu ustreznosti na prodajnem mestu, omejena (v primeru storitev samo za izvršitev pa zaščite sploh ni). V takih okoliščinah je zelo pomembno, da distributerji ustrezno upoštevajo vse ustrezne informacije, pridobljene od pripravjavca produkta, glede potencialnega ciljnega trga in tudi distribucijske strategije. Kadar je npr. iz pripravljavčevega opisa ciljnega trga razvidno, da ima produkt določene lastnosti, ki od stranke ne zahtevajo le podrobnega znanja in izkušenj, temveč tudi določen finančni položaj in edinstvene cilje/potrebe, se distributer lahko odloči, da bo postopal previdno in produkta ne bo vključil v svoj asortiment (čeprav bi podjetje lahko vnaprej ocenilo združljivost tega produkta s svojo bazo strank v smislu znanja in izkušenj).
47. Poleg tega se ob upoštevanju dejstva, da je raven zaščite strank nižja, kadar ni dovolj razpoložljivih informacij za zagotovitev celovite ocene ciljnega trga, distributerji lahko tudi odločijo, da strankam dovolijo poslovati brez svetovanja, potem ko jih opozorijo, da podjetje ne more zagotoviti, da so ti produkti povsem združljivi z njimi.

---

<sup>8</sup> Kot je pojasnjeno zgoraj (glej odstavek 36), bi lahko distributerji poleg informacij, zbranih v okviru investicijskih ali pomožnih storitev, uporabljali vse dodatne informacije in podatke, ki se jim zdijo dovolj uporabni, s katerimi razpolagajo in ki so jih zbrali iz drugih virov. Tako bi bila tudi podjetja, ki nudijo le investicijske storitve na podlagi ureditve ustreznosti ali samo za izvršitev, lahko zmožna opraviti temeljitejšo oceno ciljnega trga.

48. Nasprotno pa mora biti vedno opravljena temeljita ocena ciljnega trga, če distributerji nameravajo na kakršen koli način strankam ali potencialnim strankam priporočati ali dejavno tržiti produkt ali ga ponuditi v okviru upravljanja naložbenih portfeljev.

### **Distribucijska strategija distributerja**

49. Distributer bi moral upoštevati distribucijsko strategijo, ki jo je opredelil pripravljavec, in jo kritično pregledati. Na koncu pa bi moral, tudi če je pripravljavec subjekt, za katerega direktiva MiFID II ne velja in mu tako ni potrebno opredeliti distribucijske strategije, distributer opredeliti svojo distribucijsko strategijo ob upoštevanju informacij o svoji bazi strank in vrste storitev, ki jih nudi.

50. To pomeni zlasti, da bi se kljub ustreznemu upoštevanju pripravljavčevega predloga distribucijske strategije distributer lahko odločil, da bo postopal bolj previdno, in sicer tako, da ponudi investicijske storitve, pri katerih je raven varstva vlagateljev višja, npr. investicijsko svetovanje. Če denimo pripravljavec meni, da so značilnosti nekega produkta združljive z distribucijsko strategijo prodaje prek storitev brez svetovanja, se lahko distributer kljub temu odloči, da bi bilo zaradi značilnosti njegovih obstoječih ali potencialnih strank (npr. zelo omejeno znanje in nič izkušenj z vlaganjem v produkt take vrste, nestabilen finančni položaj in zelo kratkoročni cilji) za zaščito najboljšega interesa strank investicijsko svetovanje najprimernejša izbira.

51. Nasprotno bi se distributer v nekaterih okoliščinah lahko odločil, da bo postopal manj previdno, kot je predvideno v distribucijski strategiji pripravjavca. Če npr. pripravljavec meni, da bi se moral nek produkt zaradi svojih določenih značilnosti ponujati v okviru investicijskega svetovanja, bi se lahko distributer odločil, da je določenemu segmentu strank ta produkt kljub temu na voljo v okviru storitev izvrševanja. Glede teh situacij organ ESMA pričakuje, da bi distributer tako ravnal le potem, ko bi temeljito preučil značilnosti produktov in ciljnih strank. Poleg tega bi moral distributer tako odločitev sporočiti pripravljavcu v okviru svoje obveznosti, da pripravljavcu priskrbi informacije o prodaji na način, da jih pripravljavec lahko upošteva pri svojem postopku upravljanja produktov in pri izbiri primernih distributerjev (kot je opisano v odstavkih 21 in 22).

### **Upravljanje naložbenih portfeljev, portfeljski pristop, varovanje pred tveganjem in razpršitev**

52. Kadar distributer za stranko opravlja investicijsko svetovanje s portfeljskim pristopom in upravljanjem naložbenih portfeljev, lahko uporablja produkte za namene razpršitve in varovanja pred tveganji. V tem okviru se produkti lahko prodajajo zunaj svojega ciljnega trga, če je portfelj kot celota ali kombinacija finančnega instrumenta in ustreznega varovanja pred tveganji primeren za stranko.

53. Distributerjeva opredelitev ciljnega trga ne vpliva na oceno primernosti. To pomeni, da v določenih primerih lahko pride do dopustnih odstopanj med opredelitvijo ciljnega trga in primernostjo posamezne stranke, če priporočanje ali prodaja produkta izpolnjuje zahteve primernosti z vidika portfelja in tudi vse druge veljavne pravne zahteve (vključno z

zahtevami glede razkritja, prepoznavanja in obvladovanja nasprotij interesov, prejemkov ter spodbud).

54. Distributerju o prodajah zunaj pozitivnega ciljnega trga ni treba poročati pripravljavcu, če so bile te prodaje opravljene za namene razpršitve ali varovanja pred tveganji in če so ob upoštevanju celotnega portfelja stranke ali tveganja, pred katerim se varuje, kljub vsemu primerne.
55. Prodaje produktov na negativnem ciljnem trgu bi morale biti vedno sporočene pripravljavcu in razkrite stranki, tudi če so opravljene za namene razpršitve ali varovanja pred tveganjem. Poleg tega bi morale biti tudi za namene razpršitve prodaje na negativnem ciljnem trgu le redki pojav (glej tudi odstavke 67–74).

### **Redno pregledovanje s strani pripravljavca in distributerja, ki vsak zase ocenita, ali produkti in storitve dosegajo ciljni trg**

56. Člen 16(3) direktive MiFID II ter člena 9 in 10 delegirane direktive MIFID II od pripravljavcev in distributerjev zahtevajo, da redno pregledujejo produkte in pri tem ocenijo, ali je produkt še skladen s potrebami, značilnostmi in cilji opredeljenega ciljnega trga ter ali je načrtovana distribucijska strategija še ustrezna.
57. Pripravljavci bi morali v skladu z načelom sorazmernosti oceniti, katere informacije potrebujejo za izvedbo svojega pregleda in kako zbrati te informacije. V skladu z uvodno izjavo 20 delegirane direktive MIFID II bi ustrezne informacije lahko vključevale npr. informacije o uporabljenih distribucijskih kanalih, delež prodaj zunaj ciljnega trga, povzetek informacij o vrstah strank, povzetek morebitnih prejetih pritožb in vprašanja, ki jih predlaga pripravljavec produktov, vzorcu strank za pridobitev povratnih informacij. Take informacije so lahko v zbirni obliki in niso nujno ločene po posameznih instrumentih ali prodajah.
58. Distributerji morajo pripravljavce, za katere velja direktiva MiFID, pri njihovih pregledih podpreti tako, da jim priskrbijo informacije o prodajah in po potrebi druge ustrezne informacije, do katerih so prišli s svojimi rednimi pregledi. Poleg tega bi morali distributerji upoštevati podatke in informacije, ki nakazujejo, da so napačno opredelili ciljni trg za določen produkt oz. storitev ali da produkt oz. storitev okoliščinam opredeljenega ciljnega trga ne ustreza več, npr. v primeru, da produkt postane nelikviden ali zelo nestanoviten zaradi sprememb na trgu. Pri vseh takih informacijah se upošteva načelo sorazmernosti, običajno so lahko v zbirni obliki in običajno ni nujno, da so ločene po posameznih instrumentih ali prodajah. Vendar pa bi morale biti informacije o posameznih instrumentih priskrbljene v primerih, ko imajo za določene posamezne instrumente poseben pomen (npr. če distributer sklene, da je bil ciljni trg za določen produkt napačno določen).
59. V zvezi s poročanjem informacij o prodajah zunaj pripravljavčevega ciljnega trga bi morali biti distributerji pripravljeni poročati o vseh primerih, ko so se odločili, da bodo produkt prodajali zunaj ciljnega trga ali razširili obseg distribucijske strategije, ki jo je priporočil pripravljavec, in vključiti informacije o prodajah zunaj ciljnega trga (vključno s prodajami na negativnem ciljnem trgu), pri čemer upoštevajo izjeme, navedene v odstavku 54.

## Distribucija produktov, ki so jih pripravili subjekti, za katere ne veljajo zahteve glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II

60. Od podjetij, ki distribuirajo produkte, ki jih niso pripravili subjekti, za katere veljajo zahteve glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II, se pričakuje potrebna skrbnost, s katero strankam zagotovijo ustrezno raven storitve in varnosti, ki je primerljiva s tisto pri produktih, ki so bili oblikovani v skladu z zahtevami glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II.

61. Če produkt ni bil oblikovan v skladu z zahtevami glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II (npr. v primeru investicijskih produktov, ki jih izdajajo subjekti, za katere ne veljajo zahteve glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II), to lahko vpliva na postopek zbiranja informacij ali na opredelitev ciljnega trga:

- opredelitev ciljnega trga: distributer določi ciljni trg tudi, kadar pripravljavec ni določil ciljnega trga<sup>9</sup> (glej odstavek 34). Podjetje mora torej tudi, kadar od pripravjavca ne prejme opisa ciljnega trga ali informacij o postopku odobritve produkta, opredeliti svoj ciljni trg. To bi moralo storiti na primeren in sorazmeren način (glej odstavek 21);
- postopek zbiranja informacij: distributerji sprejmejo vse razumne ukrepe za zagotovitev, da so informacije o produktu, pridobljene od pripravjavca, zanesljive in ustrezne kakovosti, da zagotovijo, da bodo produkti distribuirani v skladu z značilnostmi, cilji in potrebami ciljnega trga<sup>10</sup>. Kadar vse zadevne informacije niso javno dostopne (npr. na dokumentu s ključnimi podatki za vlagatelje za paketne naložbene produkte za male vlagatelje in zavarovalne naložbene produkte<sup>11</sup> ali prospekta), bi moral distributer ustrezno ukrepati tako, da sklene dogovor s pripravjavcem ali njegovim zastopnikom, da pridobi vse ustrezne informacije, ki jih potrebuje za svojo oceno ciljnega trga. Javno dostopne informacije so sprejemljive le, če so jasne, zanesljive in pripravljene za namene izpolnjevanja regulativnih zahtev<sup>12</sup>. Sprejemljive so npr. informacije, razkrite v skladu z zahtevami iz direktive o prospektu, direktive o preglednosti, direktive o KNPVP, direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov ali enakovrednimi zahtevami v tretjih državah.

62. Obveznost iz odstavka 61 velja za produkte, ki se prodajajo na primarnih in sekundarnih trgih, ter se uporablja sorazmerno glede na obseg, v katerem je mogoče pridobiti javno dostopne informacije, in kompleksnost produkta<sup>13</sup>. Za informacije o preprostejših, pogostejših produktih, kot so navadne delnice, tako običajno ni treba skleniti dogovora s pripravjavcem, saj se jih lahko pridobi iz številnih virov informacij, ki so za take produkte objavljeni za regulativne namene.

---

<sup>9</sup> Glej člen 10(1) delegirane direktive MiFID II.

<sup>10</sup> Glej pododstavek 3 člena 10(2) delegirane direktive MiFID II.

<sup>11</sup> Uredba (EU) št. 1286/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. novembra 2014 o dokumentih s ključnimi informacijami o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih (PRIIP) (UL L 352, 9.12.2014, str. 1–23).

<sup>12</sup> Glej člen 10(2) delegirane direktive MiFID II.

<sup>13</sup> Glej pododstavek 3 člena 10(2) delegirane direktive MiFID II.

63. Kadar distributer na noben način ni zmožen pridobiti zadostnih informacij o produktih, pripravljenih pri subjektih, za katere ne veljajo zahteve glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II, podjetje ne bi moglo izpolniti svojih zahtev iz direktive MiFID II in bi se zato moralo vzdržati vključitve teh produktov v svoj asortiment.

#### **Uporaba zahtev glede upravljanja produktov pri distribuciji produktov, ki so bili pripravljeni pred začetkom veljavnosti direktive MiFID II**

64. Produkti, pripravljeni in distribuirani pred 3. januarjem 2018, ne spadajo na področje uporabe zahtev glede upravljanja produktov, ki jih določa direktiva MiFID II.

65. Produkti, ki so bili pripravljeni pred 3. januarjem 2018, vendar se distribuirajo vlagateljem po 3. januarju 2018, spadajo na področje uporabe zahtev glede upravljanja produktov, ki veljajo za distributerje, predvsem zahteve po opredelitvi ciljnega trga za vsak finančni produkt. V takem primeru bi moral distributer ravnati, kot da bi bil pripravljavec subjekt, za katerega ne veljajo zahteve glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II. Če je pripravljavec opredelil ciljni trg v skladu s temi smernicami (prostovoljno ali na podlagi poslovnih dogovorov z distributerji), bi se distributer lahko opiral na to opredelitev ciljnega trga, potem ko jo je kritično pregledal.

66. Vendar pa bi moral pripravljavec takim produktom dodeliti ciljni trg najpozneje v prvem ciklu postopka pregleda produktov, opravljenem po 3. januarju 2018, v skladu s členom 16(3) direktive MiFID II. Distributer bi moral zatem ta ciljni trg upoštevati pri svojem postopku pregleda.

#### **V.4. Smernice o vprašanjih, ki zadevajo tako pripravlavce kot distributerje**

##### **Opredelitev negativnega ciljnega trga in prodaje zunaj pozitivnega ciljnega trga**

67. Podjetje mora premisliti, ali bi bil produkt z nekaterimi ciljnim strankami nezdržljiv (tj. opredeliti „negativni“ ciljni trg)<sup>14</sup>. Pri tem bi moralo podjetje upoštevati iste kategorije in načela, kot so navedena v odstavkih 13–20 in 34–40. Enako kot pri postopku opredelitve „pozitivnega“ ciljnega trga lahko pripravljavec, ki nima neposrednega odnosa s končnimi strankami, negativni ciljni trg opredeli le na teoretični osnovi, tj. na podlagi splošnejšega mnenja, kako posebnosti nekega produkta ne bi bile združljive z določenimi skupinami vlagateljev. Distributer pa je ob upoštevanju pripravjavčevega splošnejšega negativnega ciljnega trga in informacij o svoji bazi strank zmožen konkretnije opredeliti skupino strank, ki ji ne bi smel distribuirati določenega produkta. Poleg tega je od distributerja zahtevano, da opredeli skupino(-e) strank, s katere potrebami, značilnostmi in cilji storitev, povezana z distribucijo določenega produkta, ne bi bila združljiva.

68. Iz nekaterih značilnosti ciljnega trga, ki jih pripravlavci in distributerji upoštevajo pri oceni pozitivnega ciljnega trga, so same po sebi razvidne nasprotne značilnosti vlagateljev, s

---

<sup>14</sup> Glej člen 9(9) in člen 10(2) delegirane direktive MiFID II.



katerimi produkt ni združljiv (če je npr. produkt ustvarjen za naložbeni cilj „špekulacije“, obenem ni združljiv s ciljem „nizkega tveganja“). V tem primeru bi podjetje lahko opredelilo negativni ciljni trg tako, da bi navedlo, da je produkt oz. storitev nezdružljiv s katero koli stranko zunaj pozitivnega ciljnega trga.

69. Tudi pri tem je pomembno upoštevati načelo sorazmernosti. Pri ocenjevanju potencialnega negativnega ciljnega trga sta število ter raven podrobnosti dejavnikov in meril odvisna od narave produkta, predvsem njegove kompleksnosti ali profila tveganja/donosa (navaden produkt bo verjetno nezdružljiv z manjšo skupino potencialnih vlagateljev, pri kompleksnejšem produktu pa bo skupina strank, s katero finančni instrument ni združljiv, lahko velika).
70. Možne so situacije, v katerih bi v določenih okoliščinah in pod pogojem, da so izpolnjene vse druge pravne zahteve (vključno z zahtevami glede razkritja, primernosti ali ustreznosti, prepoznavanja in obvladovanja nasprotij interesov), produkti lahko bili prodani zunaj pozitivnega ciljnega trga. Vendar pa bi morali biti taki primeri upravičeni z dejstvi posamezne situacije, razlog za odstopanje bi moral biti jasno dokumentiran in, kadar je primerno, vključen v poročilo o primernosti.
71. Ker je negativni ciljni trg izrecna navedba strank, s katerih potrebami, značilnostmi in cilji produkt ni združljiv ter jim ne bi smel biti distribuiran, bi morala biti prodaja vlagateljem znotraj te skupine le redek pojav, razlog za odstopanje bi moral imeti ustrezno velik pomen in bi moral biti načeloma bolj utemeljen kot razlog za prodajo zunaj pozitivnega ciljnega trga.
72. Do prodaje produktov zunaj ciljnega trga bi lahko npr. prišlo pri prodajah brez svetovanja (tj. ko stranke same pristopijo k podjetju, da bi kupile določen produkt, ne da bi jim ga podjetje dejavno tržilo ali nanje kako drugače vplivalo), pri katerih podjetje nima vseh potrebnih informacij, da bi temeljito presodilo, ali stranka spada na ciljni trg, kar je možno denimo v primeru platform za izvršitev, ki delujejo samo po ureditvi ustreznosti. Od podjetij se pričakuje, da v okviru ureditev upravljanja produktov vnaprej preučijo situacije, kot je zgoraj opisana, in se odgovorno odločijo, kako bodo ravnali v takih primerih, ter da so zaposleni, ki so v stiku s strankami, obveščeni, kakšen pristop je opredelil organ vodenja, da lahko ravnajo v skladu z njim. Podjetja bi morala upoštevati tudi naravo produktov, ki jih nameravajo ponujati strankam (npr. glede kompleksnosti/tveganja), obstoj morebitnega nasprotja interesov (npr. ko prodajajo lastne produkte) in svoj poslovni model. Podjetja bi se denimo lahko odločila, da ne dovolijo poslovati strankam, ki spadajo na negativni ciljni trg, medtem ko drugim strankam dovolijo poslovati s finančnimi produkti, ki so na „sivem območju“, tj. na vmesnem področju med pozitivnim in negativnim ciljnim trgom.
73. Če distributer spozna, npr. pri preučevanju pritožb strank ali prek drugih virov in podatkov, da je prodaja določenega produkta zunaj vnaprej opredeljenega ciljnega trga postala znaten pojav (denimo v smislu števila vključenih strank), je pomembno, da te podatke ustrezno upošteva v okviru svojega rednega pregledovanja ponujenih produktov in povezanih storitev. V takih primerih lahko distributer npr. sklene, da ciljni trg prvotno ni bil

pravilno opredeljen in ga je potrebno pregledati ali pa da povezana distribucijska strategija ni ustrezala produktu in je treba o njej ponovno premisliti.

74. Odstopanja od ciljnega trga (zunaj pozitivnega ali znotraj negativnega), ki bi lahko bila pomembna za pripravljavčev postopek upravljanja produktov (zlasti tista, ki se ponavljajo), bi morala biti sporočena pripravljavcu, ob upoštevanju izjem, navedenih v odstavku 54.

### **Uporaba zahtev glede ciljnega trga za podjetja, ki poslujejo na veleprodajnih trgih (tj. s profesionalnimi strankami in primernimi nasprotnimi strankami)**

#### *Profesionalne stranke in primerne nasprotne stranke kot del posredniške verige*

75. Zahteve iz člena 16(3) direktive MiFID II veljajo ne glede na vrsto stranke (neprofesionalna, profesionalna ali primerna nasprotna stranka). Obenem pa člen 16(3) in člen 24(2) določata, da so ciljne stranke „končne stranke“. To pomeni, da podjetju ni potrebno določiti ciljnega trga za druga podjetja (profesionalne stranke in primerne nasprotne stranke) znotraj posredniške verige, temveč mora oblikovati ciljni trg z ozirom na končno stranko (tj. zadnjo stranko v posredniški verigi). Vrsta ciljne končne stranke bi morala biti določena pri kategoriji vrste strank, navedeni v odstavku 18(a).
76. Ko profesionalna stranka ali primerna nasprotna stranka kupi produkt z namenom nadaljnje prodaje drugim strankam, se ne šteje za končno stranko.
77. V takem primeru bi imela profesionalna stranka (oz. primerna nasprotna stranka) vlogo distributerja in bi torej morala izpolnjevati zahteve glede upravljanja produktov, ki veljajo za distributerje.
78. Če npr. podjetje proda produkt primerni nasprotni stranki, ki produkt kupi z namenom nadaljnje distribucije profesionalnim ali neprofesionalnim strankam, bi morala primerna nasprotna stranka ponovno oceniti ustrezen ciljni trg v skladu z obveznostmi, ki jih ima kot distributer. Če primerna nasprotna stranka produkt pred nadaljnjo distribucijo spremeni, to pomeni, da bo verjetno, poleg določb o upravljanju produktov za distributerje, morala upoštevati tudi tiste za pripravljavce.

#### *Profesionalne stranke in primerne nasprotne stranke kot končne stranke*

79. Okvir kategorizacije strank iz direktive MiFID zaščitne ukrepe pri poslovanju prilagaja potrebam posameznih kategorij strank (tj. neprofesionalnih strank, profesionalnih strank in primernih nasprotnih strank). Pri poslovanju na veleprodajnem trgu (na katerem so izključno profesionalne stranke in primerne nasprotne stranke) direktiva MiFID dopušča nekatere domneve o znanju in izkušnjah strank v zvezi z razumevanjem naložbenega tveganja.
80. Direktiva MiFID II od podjetij zahteva, da zagotovijo, da so produkti, ki jih pripravljajo in/ali distribuirajo, oblikovani tako, da izpolnjujejo potrebe opredeljenega ciljnega trga končnih

strank znotraj ustrezne kategorije strank<sup>15</sup>. Podjetja bi morala tako pri ocenjevanju primernega ciljnega trga za določen produkt upoštevati ustrezno kategorijo strank in presoditi, ali na podlagi te kategorije lahko domnevajo, kakšni so znanje in izkušnje končnih strank.

#### *Za profesionalne stranke kot končne stranke*

81. Podjetjem je dovoljeno predpostavljati, da imajo profesionalne stranke znanje in izkušnje, potrebne za razumevanje tveganja v povezavi z določenimi produkti ali storitvami, za katere so uvrščene med profesionalne stranke<sup>16</sup>. Kljub temu direktiva MiFID razlikuje med pravimi profesionalnimi strankami in profesionalnimi strankami po lastni izbiri ter določa, da se za stranke iz slednje kategorije ne sme predpostavljati, da imajo znanje in izkušnje, primerljive s pravimi profesionalnimi strankami.
82. Podjetja bi morala torej pri opredeljevanju ciljnega trga upoštevati razlike v predpostavljenem znanju med neprofesionalnimi in profesionalnimi strankami ter znotraj kategorije profesionalnih strank med profesionalnimi strankami po lastni izbiri in pravimi profesionalnimi strankami<sup>17</sup>. Postopek bi se moral razlikovati ob upoštevanju razlik v ravni znanja in izkušenj med temi različnimi kategorijami strank.
83. Nekateri produkti (npr. tisti, primerni za distribucijo na množičnih maloprodajnih trgih) imajo lahko široko opredeljen ciljni trg, ki morda vključuje tako neprofesionalne kot profesionalne stranke. Za take produkte, npr. enote ali deleže v običajnem skladu KNPVP, bi lahko že privzeto veljalo, da imajo ciljni trg, ki vključuje profesionalne stranke. Nekateri drugi produkti, npr. produkti s kompleksnimi profili tveganja, pa bodo imeli ožje opredeljen ciljni trg. Ciljni trg za pogojno zamenljivo obveznico denimo morda sestavljajo le prave profesionalne stranke ali primerne nasprotne stranke, ki verjetno razumejo kompleksnost tega produkta.

#### *Za primerne nasprotne stranke kot končne stranke*

84. V regulativnem okviru MiFID so primerne nasprotne stranke prepoznane kot najnaprednejši razred vlagateljev in udeležencev na kapitalnih trgih, zaradi česar je v zvezi s temi strankami izključenih več zaščitnih ukrepov pri poslovanju. Vendar pa je eden izmed ciljev direktive MiFID II tudi povečanje zaščite strank, ki niso neprofesionalne stranke, zato direktiva razširja nekatere zahteve glede informacij in poročanja tudi na poslovanje podjetij s primernimi nasprotnimi strankami. Čeprav podjetjem v skladu s členom 30(1) direktive MiFID II pri sklenitvi poslov s primernimi nasprotnimi strankami ni potrebno izpolnjevati zahtev iz člena 24 (razen odstavkov 4 in 5), morajo vseeno zagotoviti, da pri poslovanju s primernimi nasprotnimi strankami ravnajo „pošteno, pravično in profesionalno“ ter komunicirajo na „pošten, jasen in nezavajajoč način“. Poleg tega zahteve

---

<sup>15</sup> Glej pododstavek 3 člena 16(3) in člen 24(2) direktive MiFID II.

<sup>16</sup> Glej Prilogo II k direktivi MiFID II.

<sup>17</sup> Glej pododstavek 2 oddelka II.1 Priloge II k direktivi MiFID II.

iz člena 16(3) direktive MiFID II veljajo ne glede na vrsto stranke (neprofesionalna, profesionalna ali primerna nasprotna stranka).

85. Kadar ciljni trg končnih strank sestavljajo izključno primerne nasprotne stranke, bo splošna ocena verjetno manj izčrpna. Primerne nasprotne stranke verjetno podrobno razumejo tržno okolje, tržno donosnost ter druge ključne dejavnike in tveganja, povezane z določeno naložbeno odločitvijo.