

Smjernice

o zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II

Sadržaj

Smjernice.....	3
1.Područje primjene	3
2.Zakonodavni referentni dokumenti, pokrate i definicije	4
3.Svrha	7
4.Obveze usklađivanja i izvješćivanja	8
5.Smjernice o primjeni članka 16. stavaka 3 i 6. i članka 24. stavka 2. Direktive MiFID II	9

Smjernice

1. Područje primjene

Tko?

1. Ove smjernice primjenjuju se na:

- društva,
- nadležna tijela.

Što?

2. Ove se smjernice primjenjuju u vezi s proizvodnjom ili distribucijom financijskih instrumenata i strukturiranih depozita. Ove se smjernice posebno primjenjuju u odnosu na sljedeće zahtjeve:

- i. članak 9. stavak 3. Direktive 2014/65/EU¹ (MiFID II);
- ii. članak 16. stavci 3. i 6. 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).

Kada?

3. Ove se smjernice počinju primjenjivati dva mjeseca nakon datuma objave smjernica na mrežnom mjestu ESMA-e na svim službenim jezicima EU-a.

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.).

2. Zakonodavni referentni dokumenti, pokrate i definicije

2.1 Zakonodavni referentni dokumenti

Delegirana uredba Komisije (EU) 2021/1253	Delegirana uredba Komisije (EU) 2021/1253 od 21. travnja 2021. o izmjeni Delegirane uredbe (EU) 2017/565 u pogledu uključivanja čimbenika i rizika održivosti te preferencija u pogledu održivosti u određene organizacijske zahtjeve i uvjete poslovanja investicijskih društava ³
Delegirana uredba MiFID II	Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 od 25. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s organizacijskim zahtjevima i uvjetima poslovanja investicijskih društava te izrazima definiranim za potrebe te Direktive ⁴
Direktiva MiFID II	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 ⁵
Uredba o ESMA-i	Uredba (EU) br. 1095/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. o osnivanju europskog nadzornog tijela (Europskog nadzornog tijela za vrijednosne papire i tržišta kapitala), izmjeni Odluke br. 716/2009/EZ i stavljanju izvan snage Odluke Komisije 2009/77/EZ ⁶

2.2 Pokrate

ACP	Savjetodavni odbor za proporcionalnost
CSA	Zajednička nadzorna mjera
EGP	Europski gospodarski prostor
EK	Europska komisija
ESFS	Europski sustav financijskog nadzora

³ SL L 277, 2.8.2021., str. 1.

⁴ SL L 87, 31.3.2017., str. 1.

⁵ SL L 173, 12.6.2014., str. 349.

⁶ SL L 331, 15.12.2010., str. 84.

ESMA	Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala
EU	Europska unija
Interesna skupina za vrijednosne papire i tržišta kapitala	Interesna skupina za vrijednosne papire i tržišta kapitala
SD	Savjetodavni dokument

2.3 Definicije

distributer	društvo koje klijentu nudi, preporučuje ili prodaje proizvod i uslugu.
društva	investicijska društva (definirana člankom 4. stavkom 1. točkom 1. Direktive MiFID II) te kreditne institucije (definirane člankom 4. stavkom 1. točkom 27. Direktive MiFID II) kada pružaju investicijske usluge i aktivnosti (definirane člankom 4. stavkom 1. točkom 2. Direktive MiFID II), investicijska društva i kreditne institucije kada prodaju strukturirane depozite klijentima ili savjetuju klijente u vezi sa strukturiranim depozitima, društva za upravljanje UCITS-ima (definirana člankom 2. stavkom 1. točkom (b) Direktive o UCITS-ima ⁷) i vanjski upravitelji alternativnih investicijskih fondova (UAIF-ovi) (kako je definirano člankom 5. stavkom 1. točkom (a) Direktive o UAIF-ovima ⁸) kada pružaju investicijske usluge upravljanja pojedinačnim portfeljem ili dodatne usluge (u smislu članka 6. stavka 3. točke (a) i točke (b) Direktive o UCITS-ima i članka 6. stavka 4. točaka (a) i (b) Direktive o UAIF-ovima), u svakom slučaju isključujući slučajeve u kojima se financijski instrumenti stavljaju na tržište ili distribuiraju isključivo kvalificiranim nalogodavateljima (u skladu s izuzećem iz članka 16.a Direktive MiFID II)

⁷ 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.).

⁸ Direktiva 2011/61/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 8. lipnja 2011. o upraviteljima alternativnih investicijskih fondova i o 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.).

proizvođač	društvo koje proizvodi proizvod, što uključuje stvaranje, razvoj, izdavanje ili oblikovanje tog proizvoda, uključujući kada društvo savjetuje korporativne izdavatelje o plasiranju novog proizvoda
proizvodi	financijski instrumenti (u smislu članka 4. stavka 1. točke 15. Direktive MiFID II), isključujući obveznice koje nemaju ugrađenu nikakvu drugu izvedenicu osim klauzule o opozivu <i>make-whole</i> u skladu s izuzećem iz članka 16.a Direktive MiFID II i strukturane depozite (u smislu članka 4. stavka 1. točke 43. Direktive MiFID II)

3. Svrha

4. Ove se smjernice temelje na članku 16. stavku 1. Uredbe o ESMA-i. Cilj je ovih smjernica uspostaviti dosljedne, učinkovite i djelotvorne nadzorne prakse u okviru ESFS-a i osigurati zajedničku, ujednačenu i dosljednu primjenu zahtjeva za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II. Bude li se postupalo u skladu s ovim smjernicama, ESMA očekuje da će doći do odgovarajućeg jačanja zaštite ulagatelja.

4. Obveze usklađivanja i izvješćivanja

4.1 Status smjernica

5. U skladu s člankom 16. stavkom 3. Uredbe o ESMA-i nadležna tijela i sudionici na financijskom tržištu moraju ulagati napore za usklađivanje s ovim smjernicama.
6. Nadležna tijela na koja se ove smjernice primjenjuju trebala bi se s njima uskladiti tako da ih na odgovarajući način ugrade u svoje nacionalne pravne ili nadzorne okvire, čak i kad se određene smjernice prvenstveno odnose na sudionike na financijskom tržištu. U tom slučaju nadležna tijela trebaju putem nadzora osigurati da se sudionici na financijskom tržištu pridržavaju smjernica.

4.2 Zahtjevi izvješćivanja

7. U roku od dva mjeseca od datuma objave smjernica na ESMA-inim službenim stranicama na svim službenim jezicima EU-a nadležna tijela na koja se ove smjernice primjenjuju moraju obavijestiti ESMA-u o tome i. jesu li usklađena sa smjernicama, ii. da nisu usklađena, no namjeravaju se uskladiti sa smjernicama ili iii. da nisu usklađena i ne namjeravaju se uskladiti sa smjernicama.
8. U slučaju neusklađenosti nadležna tijela moraju obavijestiti ESMA-u i o razlozima neusklađenosti sa smjernicama, i to u roku od dva mjeseca od objave smjernica na ESMA-inim službenim stranicama na svim službenim jezicima EU-a.
9. Obrazac za obavješćivanje dostupan je na ESMA-inim službenim stranicama. Nakon ispunjavanja obrazac se proslijeđuje ESMA-i.
10. Sudionici na financijskom tržištu nisu obvezni izvješćivati o usklađenosti s ovim smjernicama.

5. Smjernice o primjeni članka 16. stavaka 3 i 6. i članka 24. stavka 2. Direktive MiFID II

5.1 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 proizvoda, investicijske usluge i ciljano tržište proizvoda.
12. Kada društvo posluje i kao proizvođač i kao distributer proizvoda, smjernice utvrđene u nastavku primjenjuju se kako je primjereno, pod uvjetom da društvo ispunjava sve obveze koje se primjenjuju na proizvođače i distributere.
13. Općenito, društva koja posluju kao proizvođači i/ili distributeri trebaju potkrijepiti i dokumentirati odluke donesene u kontekstu svojih aranžmana upravljanja proizvodima, uključujući u pogledu utvrđivanja ciljanog tržišta i povezanih strategija distribucije.

5.2 Smjernice za proizvođače

Proizvođačevo utvrđivanje potencijalnog ciljanog tržišta: kategorije koje treba razmotriti

14. Proizvođači ne bi smjeli utvrđivati potencijalno ciljano tržište isključivo na temelju kvantitativnih kriterija, već i na temelju odgovarajućih kvalitativnih razmatranja. Pri utvrđivanju ciljanog tržišta za proizvod proizvođači također trebaju uzeti u obzir rezultate scenarija i analize strukture naknada⁹ provedene za relevantni proizvod¹⁰. 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 podatci uglavnom generiraju kroz sustave bodovanja (na primjer, primjenom značajki proizvoda kao što su volatilnost financijskih instrumenata, rejtinzi 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.

⁹ Pojmovi analize „scenarija” i „struktura naknada” odnose se na analize koje se zahtijevaju u skladu s člankom 9. stavcima 10. i 12. Delegirane direktive MiFID II.

¹⁰ Na primjer, analize scenarija koje društvo provodi mogu otkriti da je vrijednost proizvoda posebno osjetljiva na negativne tržišne uvjete, što dovodi do utvrđivanja užeg ciljanog tržišta u pogledu tolerancije rizika klijenta. Kao još jedan primjer, analiza strukture naknada koju provodi društvo može otkriti da struktura naknada za proizvod nije kompatibilna s utvrđenim ciljanim tržištem, zbog čega društvo mijenja strukturu naknada za proizvod i/ili ponovno procjenjuje ciljano tržište. ESMA je pružila smjernice o primjeni zahtjeva za analizu strukture naknada u pitanjima i odgovorima od 16.2. do 16.4. u „Pitanjima i odgovorima” o temama zaštite ulagatelja i posrednika iz MiFID-a II i MiFIR-a (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf).

15. Proizvođači se trebaju koristiti popisom kategorija iz ovih smjernica kao osnovom za utvrđivanje ciljanog tržišta za svoje 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 točkama 19.–31. smjernica).
16. Proizvođači trebaju opisati/utvrditi svaku od tih kategorija, bez spajanja kategorija, uzimajući u obzir njihov odnos i osiguravajući dosljednost među različitim kategorijama jer sve te kategorije doprinose definiciji ciljanog tržišta za određeni proizvod.
17. 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.
18. Proizvođači trebaju utvrditi potencijalno ciljano tržište¹¹. S obzirom na to da proizvođači uglavnom nisu u izravnom kontaktu 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.
19. Proizvođači se trebaju 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 nalogodavatelj”. Kako bi se izbjegla moguća zlouporaba izuzeća iz članka 16.a Direktive MiFID II¹², odluka o stavljanju na tržište ili distribuciji proizvoda isključivo kvalificiranim nalogodavateljima treba se jasno donijeti *ex ante* (pri provedbi početne procjene ciljanog tržišta ili pri periodičnim preispitivanjima) na temelju internih postupaka društva.
 - b) Znanje i iskustvo: društvo treba odrediti koje bi znanje ciljani klijenti trebali imati o elementima 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 imati znanja o tome kako funkcionira ta vrsta proizvoda i koji su vjerojatni ishodi proizvoda. Kada je riječ o iskustvu, društvo bi moglo opisati koliko praktičnog iskustva ciljani klijenti trebaju imati u pogledu elemenata kao što su: relevantna vrsta proizvoda, relevantne značajke

¹¹ Vidjeti članak 9. stavak 9. Delegirane direktive MiFID II.

¹² U skladu s člankom 16.a Direktive MiFID II društvo je, među ostalim, izuzeto od zahtjeva za upravljanje proizvodima ako se financijski instrumenti stavljaju na tržište ili distribuiraju isključivo kvalificiranim nalogodavateljima.

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 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 ciljani klijenti trebaju 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-ovima¹³ ili Direktivom o UCITS-ima, kada su primjenjive. Prema potrebi, društva također trebaju razmotriti rizike navedene u opisu ispod zbirnog pokazatelja rizika PRIIP-ova, kao što su valutni i/ili likvidnosni rizik.
- e) Ciljevi i potrebe klijenata: društvo treba odrediti investicijske ciljeve i potrebe ciljanih klijenata s kojima je proizvod kompatibilan, uključujući šire financijske ciljeve ciljanih klijenata ili opću strategiju koju primjenjuju kada ulažu. 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”, „redovita plaćanja” itd. Osim toga, potrebno je uputiti na očekivano razdoblje ulaganja / preporučeno razdoblje držanja (npr. broj godina tijekom kojih će se ulaganje držati), propisno uzimajući u obzir moguće učinke prijevremenog izlaska za klijente (na primjer u pogledu troškova).

¹³ 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.).

20. U okviru široke kategorije ciljeva i potreba klijenata društvo treba navesti i sve ciljeve povezane s održivosti s kojima je proizvod kompatibilan. Kako bi se osigurala dovoljna razina granularnosti ciljanog tržišta, pri utvrđivanju ciljeva povezanih s održivosti, društva mogu, prema potrebi, odrediti sljedeće aspekte (u skladu s definicijom „preferencija u pogledu održivosti” u skladu s člankom 2. stavkom 7. Delegirane uredbe MiFID II¹⁴ i kako je detaljnije opisano u Smjernicama ESMA-e o određenim aspektima MiFID-ovih zahtjeva vezanih uz primjerenost):

- a) minimalni udio proizvoda koji se ulaže u okolišno održiva ulaganja kako je definirano u članku 2. točki 1. Uredbe (EU) 2020/852¹⁵;
- b) minimalni udio proizvoda koji se ulaže u održiva ulaganja kako je definirano u članku 2. točki 17. Uredbe (EU) 2019/2088^{16, 17};
- c) Koji se glavni štetni učinci (PAI) na čimbenike održivosti uzimaju u obzir u proizvodu, uključujući kvantitativne ili kvalitativne kriterije koji to dokazuju. Društva bi se mogla koristiti kategorijama predstavljenim u regulatornim tehničkim standardima SFDR-a¹⁸ (umjesto pristupa koji se temelji na svakom pokazatelju glavnih štetnih učinaka), kao što su „emisije”, „energetska učinkovitost”, „voda i otpad” itd.
- d) je li, prema potrebi, proizvod usmjeren na okolišne, socijalne ili upravljačke kriterije ili kombinaciju tih kriterija¹⁹;

21. 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 imaju relevantno opće znanje i iskustvo, očito je da će biti kompatibilan s visokom razinom znanja i iskustva.

22. 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 kategorija navedenih u točki 19.

¹⁴ Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 od 25. travnja 2016. o dopuni Direktive 2014/65/EU Europskog parlamenta i Vijeća u vezi s organizacijskim zahtjevima i uvjetima poslovanja investicijskih društava te izrazima definiranim za potrebe te Direktive (SL L 87, 31.3.2017., str. 1.).

¹⁵ Uredba (EU) 2020/852 Europskog parlamenta i Vijeća od 18. lipnja 2020. o uspostavi okvira za olakšavanje održivih ulaganja i izmjeni Uredbe (EU) 2019/2088 (SL L 198, 22.6.2020., str. 13.).

¹⁶ Uredba (EU) 2019/2088 Europskog Parlamenta i Vijeća od 27. studenoga 2019. o objavama povezanim s održivosti u sektoru financijskih usluga (SL L 317, 9.12.2019., str. 1.).

¹⁷ Najmanji udio proizvoda naveden u prethodno navedenim dvjema natuknicama jest onaj objavljen u obvezujućoj ugovornoj dokumentaciji proizvoda, kao što je onaj naveden u članku 6. Uredbe (EU) 2019/2088 ili bilo kojem drugom relevantnom pravnom dokumentu.

¹⁸ Delegirana uredba Komisije (EU) 2022/1288 od 6. travnja 2022. o dopuni Uredbe (EU) 2019/2088 Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu regulatornih tehničkih standarda kojima se pobliže određuju sadržaj i prikaz informacija o načelu „ne nanosi bitnu štetu”, sadržaj, metodologije i prikaz informacija o pokazateljima održivosti i štetnim učincima na održivost te sadržaj i prikaz informacija o promicanju okolišnih ili socijalnih obilježja i ciljeva održivih ulaganja u predugovornoj dokumentaciji, na internetskim stranicama i u periodičnim izvještajima (SL L 196, 25.7.2022., str. 1.–72.).

¹⁹ Kako je navedeno u drugoj natuknici točke 27. Smjernica ESMA-e o određenim aspektima MiFID-ovih zahtjeva vezanih uz primjerenost (ref. ESMA35-43-3172).

Utvrđivanje potencijalnog ciljanog tržišta: diferencijacija na temelju prirode proizvedenog proizvoda

23. Utvrđivanje potencijalnog ciljanog tržišta treba se provesti na odgovarajući i proporcionalan način za sve proizvode, uzimajući u obzir prirodu 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.
24. U tom kontekstu proizvođači trebaju definirati i na odgovarajući način stupnjevati razinu složenosti koja se pripisuje proizvedenim proizvodima kako bi se utvrdila potrebna razina detalja s kojom bi trebalo utvrditi ciljano tržište. Iako je složenost relativan pojam koji ovisi o nekoliko čimbenika, društva također trebaju uzeti u obzir kriterije i načela utvrđene u članku 25. stavku 4. Direktive MiFID II.
25. 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 detalja²⁰. Ovisno o proizvodu, opis jedne ili više prethodno navedenih kategorija može biti općenitiji. Što je proizvod jednostavniji, to kategorija može biti manje detaljna.
26. Za određene posebno složene i rizične proizvode, kao što su ugovori za razlike (CFD-ovi) i drugi proizvodi sličnih značajki, proizvođači trebaju provesti vrlo pažljivu procjenu ciljanog tržišta, što bi dovelo do znatno smanjenog ciljanog tržišta ili nepostojanja kompatibilnog ciljanog tržišta. Ako proizvođač smatra da CFD ili proizvod sa sličnim značajkama nema kompatibilno ciljano tržište, ne bi trebao staviti proizvod na raspolaganje za distribuciju. Ako proizvođač smatra da postoji ciljano tržište s kojim su potrebe, obilježja i ciljevi CFD-a ili proizvoda sa sličnim značajkama kompatibilni, takvo ciljano tržište treba u svakom slučaju biti ograničeno na visokorizične ulagatelje koji razumiju uključene rizike i koji su sposobni i spremni u pravilu izgubiti novac svojim ulaganjem i koji traže špekulativna ulaganja sa samo malim izgledima za ostvarivanje pozitivnih povrata.
27. Proizvođači također mogu odlučiti definirati ciljano tržište donošenjem zajedničkog pristupa za neke proizvode ako imaju dovoljno usporedive značajke proizvoda („pristup grupiranja u klastere”). Pri primjeni pristupa grupiranja u klastere proizvođači trebaju upotrebljavati dovoljnu razinu granularnosti kako bi osigurali da se grupiraju samo proizvodi s dovoljno usporedivim obilježjima i značajkama rizika (tj. klasteri trebaju biti sami po sebi homogeni, a heterogeni prema drugim klasterima). Kako bi se osiguralo utvrđivanje homogenih klastera, društva trebaju obratiti posebnu pozornost na razinu složenosti proizvoda, što znači da, što su temeljni proizvodi klastera složeniji, to grupiranje treba biti detaljnije. Općenito govoreći, za određene složene proizvode očekuje se da pristup grupiranja u klastere neće biti prikladan i da društva trebaju definirati ciljano tržište na razini pojedinačnog proizvoda.

²⁰ Vidjeti uvodnu izjavu 19. Delegirane direktive MiFID II.

28. Proizvođači pri grupiranju proizvoda u klastere trebaju uzeti u obzir više ključnih čimbenika, kao što su: čimbenici rizika (kao što su tržišni, kreditni i likvidnosni rizik); struktura naknada (razina i vrsta troškova); elementi stavki s ugrađenom opcijom (u slučaju izvedenica ili proizvoda s ugrađenim izvedenicama); financijska poluga; prihvatljivost za sanaciju vlastitim sredstvima; klauzule o podređenosti; vidljivost temeljne imovine (npr. upotreba nepoznatih ili netransparentnih indeksa); jamstva otplate glavnice ili klauzule o kapitalnoj zaštiti; likvidnost proizvoda (tj. mogućnost trgovanja na mjestima trgovanja, razlika između ponuđene i tražene cijene, ograničenja prodaje, izlazne naknade); i oznaka valute proizvoda).
29. Pri primjeni pristupa grupiranja u klastere proizvođač za svaki pojedinačni proizvod uvijek treba provjeriti i dokumentirati pripada li proizvod određenom klasteru i stoga može li mu se pripisati ciljano tržište utvrđeno za taj klaster. U tu svrhu treba utvrditi jasne kriterije za svaki klaster. U svakom slučaju, pri primjeni pristupa grupiranja u klastere proizvođači trebaju uzeti u obzir ishode analize strukture naknada i scenarija za svaki proizvod.
30. U svim se slučajevima, uključujući pri primjeni pristupa grupiranja u klastere, ciljano tržište mora utvrditi dovoljno detaljno kako ne bi došlo do uključivanja skupina ulagatelja s čijim potrebama, obilježjima i ciljevima proizvod nije kompatibilan.
31. 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

32. U skladu s člankom 16. stavkom 3. Direktive MiFID II, proizvođač osigurava da je predviđena strategija distribucije usklađena s utvrđenim ciljanim tržištem i, u skladu s člankom 24. stavkom 2. Direktive MiFID II, proizvođač treba poduzeti razumne korake kako bi osigurao da se 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.
33. 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 ciljani klijenti trebaju 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.

5.3 Smjernice za distributere

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

34. Distributerovo utvrđivanje ciljanog tržišta (tj. utvrđivanje „stvarnog” ciljanog tržišta za taj proizvod) treba se provoditi u sklopu općeg postupka odlučivanja o asortimanu usluga i

proizvoda koji će distributer distribuirati. Stoga se utvrđivanje stvarnog ciljanog tržišta treba provesti u ranoj fazi na *ex ante* osnovi (tj. prije početka svakodnevnog poslovanja i/ili prije donošenja odluke o tome treba li proizvod biti uključen u ponudu društva), na temelju poslovnih politika i strategija distribucije društva kako ih je definiralo upravljačko tijelo. Utvrđivanjem ciljanog tržišta proizvoda namijenjenih distribuciji posebno treba osigurati da se odluke donesene radi definiranja asortimana proizvoda distributera temelje na razmatranju obilježja, ciljeva i potreba distributerove baze klijenata.

35. Posebno je važno da distributeri od samog početka preuzmu odgovornost da osiguraju opću dosljednost proizvoda i investicijskih i/ili pomoćnih usluga koje će se nuditi te da odaberu koji će se proizvodi nuditi u okviru različitih usluga kako bi se osigurala usklađenost s potrebama, obilježjima i ciljevima ciljanih klijenata. Aspekte povezane s tom općom dosljednošću proizvoda, usluga i strategija distribucije s ciljanim klijentima treba razmotriti i formalizirati u politici društva u pogledu ponuđenih ili pruženih usluga, aktivnosti, proizvoda i operacija.²¹
36. 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.
37. 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).²² Na primjer, ako distributer ima 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.

²¹ U skladu s člankom 9. stavkom 3. točkom (b) Direktive MiFID II.

²² 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 ciljno 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”.

38. Distributeri trebaju 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 trebaju 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.
39. U istim općim fazama donošenja odluka distributeri trebaju razmotriti koje se strategije distribucije trebaju upotrebljavati za različite skupine klijenata, uključujući način na koji će se proizvodi stavljati na tržište. Konkretno, ako društva namjeravaju primjenjivati prakse poticanja i digitalnog angažmana kao što su tehnike igrifikacije²³ za distribuciju određenih proizvoda, distributeri trebaju pažljivo procijeniti bi li primjena takvih tehnika bila u najboljem interesu skupine klijenata za koju bi se takve strategije upotrebljavale. Distributeri stoga trebaju odrediti kojim će grupama klijenata takve usluge biti dostupne, na temelju obilježja klijenata ili potencijalnih klijenata. Međutim, određene tehnike igrifikacije (kao što su one koje se upotrebljavaju u aplikacijama za trgovanje koje su osmišljene kako bi se (potencijalnog) klijenta potaknulo na štetno ponašanje, npr. maksimiziranje broja transakcija) nikada neće biti u interesu klijenta. Osim toga, prakse poticanja i digitalnog angažmana mogu pridonijeti distribuciji proizvoda izvan njihova ciljanog tržišta. Pri određivanju ciljanog tržišta za svoje usluge distributeri također trebaju obratiti posebnu pozornost na situacije u kojima će se klijentima pružiti paket usluga, kao što su izvršne usluge i pomoćna usluga odobravanja kredita kojom se klijentu omogućuje izvršenje transakcije.
40. 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

41. 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

²³ Tehnike igrifikacije dodaju igre ili elemente konkurencije slične igrama u kontekste koji nisu povezani s igrom, kao što su financijske usluge. Primjeri elemenata sličnih igrama jesu stjecanje bodova ili znački, održavanje bodova ili ljestvice, prikazivanje grafikona uspješnosti, upotreba smislenih priča ili avatara za angažiranje korisnika ili uvođenje suigrača kako bi se izazvao sukob, suradnja ili tržišno natjecanje. Igrifikacija je vrsta prakse digitalnog angažmana koja se može primijeniti; s druge strane, prakse digitalnog angažmana odnose se na način na koji korisnici aktivno komuniciraju sa softverskom aplikacijom ili platformom.

završi u rukama one vrste klijenata za čije je potrebe, obilježja i ciljeve oblikovan, a ne u rukama druge skupine klijenata za koju proizvod možda nije kompatibilan.

Distributerovo utvrđivanje ciljanog tržišta: kategorije koje treba razmotriti

42. Distributeri se trebaju koristiti istim popisom kategorija kojim se koriste i proizvođači (vidjeti točke 19. i 20.) kao osnovom za definiranje ciljanog tržišta za svoje proizvode te pritom izbjegavati spajanje dviju ili više kategorija (vidjeti točku 16.). Međutim, distributeri trebaju konkretnije definirati ciljano tržište i uzeti u obzir vrstu klijenata kojima pružaju investicijske usluge, prirodu proizvoda i vrstu investicijskih usluga koje pružaju te koliko su detaljne informacije prikupljene od klijenata. U tom kontekstu distributeri trebaju osigurati da koncepti koji se upotrebljavaju za definiranje stvarnih ciljanih tržišta za proizvode budu usklađeni s konceptima koji se upotrebljavaju u kontekstu mehanizama primjerenosti i prikladnosti. Na primjer, kada je riječ o proizvođačevoj kategoriji znanja i iskustva na ciljanom tržištu, koja se općenito može odnositi na „osnovne”, „prosječne” ili „napredne” ulagatelje, distributer treba primijeniti detaljniju klasifikaciju u skladu sa svojim mehanizmima primjerenosti ili prikladnosti, gdje je to primjereno s obzirom na značajke proizvoda; drugi primjer bio bi distributer koji, u odnosu na kategoriju tolerancije rizika klijenata, određuje spremnost klijenata da za određeni postotak preuzmu rizik smanjenja vrijednosti proizvoda. Važno je napomenuti da pri definiranju stvarnog ciljanog tržišta za proizvode distributeri trebaju upotrebljavati dosljedne pojmove i definicije te osigurati dosljednost između stvarnih ciljanih tržišta definiranih za proizvode s homogenim značajkama proizvoda.
43. 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.
44. 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 nema 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.
45. 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.

46. 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. Kako bi se osigurao odgovarajući nadzor nad tim složenijim proizvodima, distributeri također trebaju utvrditi je li im, uz opis ciljanog tržišta proizvođača, potreban pristup osnovnim procjenama kao što su rezultati proizvođačeve analize scenarija i strukture izdataka. Ako slijedom tog postupka distributer zaključi da se proizvođačevo ciljano tržište ne treba dorađivati, distributer se može koristiti proizvođačevim ciljanim tržištem u utvrđenom obliku.
47. Distributeri također mogu odlučiti definirati ciljano tržište usvajanjem pristupa grupiranja u klastere za neke proizvode, u skladu s načelima osiguravanja dovoljne razine granularnosti kako je navedeno u točkama 27.–30. Na primjer, kako bi se osiguralo da se samo UCITS-i s dovoljno usporedivim obilježjima grupiraju u klastere za potrebe utvrđivanja ciljanog tržišta, razlikovni čimbenici bili bi vrste razreda imovine u koje UCITS ulaže, njegova strategija ulaganja, rizici, struktura naknada (npr. razina i vrste troškova), sve korištene financijske poluge itd. Takvi se čimbenici trebaju primjenjivati kumulativno.
48. 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.
49. 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: diferencijacija na temelju prirode distribuiranog proizvoda

50. Distributer treba provesti utvrđivanje procjene ciljanog tržišta na odgovarajući i proporcionalan način, uzimajući u obzir prirodu proizvoda, u skladu sa svime što je navedeno u točkama od 23. do 31.
51. 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

52. 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 točku 50.), već i o vrsti investicijskih usluga koje društva pružaju.
53. 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.
54. 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

točku 19.b.); ako obavljaju samo izvršne usluge bez obaveze procjene prikladnosti, obično nije moguće procijeniti znanje i iskustvo klijenata.²⁴ U tom pogledu, društva trebaju obratiti posebnu pozornost na strategiju distribucije koju je predložio proizvođač (vidjeti točke 33. i od 59. do 61.).

55. 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).
56. 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. U svakom slučaju, kako je navedeno u točki 60., ta se odluka uvijek treba temeljiti na razmatranju značajki proizvoda (npr. u pogledu troškova/složenosti), kao i na drugim relevantnim situacijama (kao što je pojava sukoba interesa u slučaju plasmana vlastitih proizvoda ili poticaja). Stoga se proizvodi ne bi smjeli distribuirati u okviru prodaje bez savjetovanja ako distributer ne može razumno očekivati (tj. *ex ante*) da će strategija distribucije proizvoda (uključujući njegovu marketinšku i informacijsku strategiju) općenito omogućiti da proizvod stigne do utvrđenog ciljanog tržišta. Isto tako, davanje upozorenja da društvo nije u mogućnosti procijeniti potpunu kompatibilnost klijenta s proizvodom ne oslobađa društvo od obveze pregleda proizvoda, uzimajući u obzir i svaku prodaju izvan ciljanog tržišta (vidjeti i točku 72.).
57. 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 promicali proizvod odnosno uzeli taj proizvod u obzir za pružanje usluge upravljanja portfeljem.

²⁴ Kao što je prethodno objašnjeno (vidjeti točku 45.), 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.

Distributerova strategija distribucije

58. 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.
59. S obzirom na prirodu proizvoda i investicijske usluge, distributeri trebaju doraditi strategiju distribucije koju je utvrdio proizvođač uzimajući u obzir značajke distributerove baze klijenata. Konkretno, pri takvom dorađivanju, kada distributer smatra da se složeniji proizvod s relativno uskim ciljanim tržištem može distribuirati i u okviru usluga koje ne obuhvaćaju savjetovanje, treba utvrditi dodatne mjere kako bi osigurao da je strategija distribucije kompatibilna s ciljanim tržištem proizvoda. U takvim slučajevima distributeri trebaju uzeti u obzir aspekte kao što su:
- marketinška strategija koju treba slijediti za proizvod (npr. aktivno stavljanje na tržište, primjena tehnika poticanja i/ili igrifikacije, „finfluenceri”²⁵ itd.). Na primjer, distributer može odlučiti da će složeniji proizvod biti dostupan samo kada to klijent zatraži te da ga neće aktivno stavljati na tržište ni upotrebljavati tehnike gamifikacije ili „finfluencere” u distribuciji takvog proizvoda svojim klijentima; i
 - treba li i na koji način proizvod prikazati u okruženju koje je izabrao klijent. Na primjer, distributer može odlučiti da neće prikazati složeniji proizvod na istaknutom mjestu na mrežnom mjestu ili na vrhu rezultata pretraživanja klijenta ili može odlučiti da će prikazati takav proizvod samo ako klijent to izričito zatraži.
60. 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.
61. 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 se neki proizvod zbog njegovih posebnih značajki treba nuditi putem investicijskog savjetovanja, distributer taj proizvod svejedno može učiniti dostupnim

²⁵ Utjecajna osoba (*influencer*) je obično netko tko je aktivan na društvenim mrežama i ima:

- moć da utječe na odluke drugih o kupnji zbog svojeg autoriteta, znanja, položaja ili odnosa s publikom; i
- sljedbenike u određenoj niši s kojima aktivno komunicira. Količina sljedbenika ovisi o važnosti njegove/njezine teme u toj niši.

U slučaju „finfluencera”, utjecajna osoba stvara sadržaj o financijskim temama kao što su ulaganja.

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 točkama 32. i 33.).

Upravljanje portfeljem, portfeljni pristup, zaštita od rizika i diversifikacija

62. 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. Prodaja izvan pozitivnog ciljanog tržišta proizvoda može se ostvariti i u odnosu na ciljeve proizvoda povezane s održivosti, pod uvjetom da je taj pristup u skladu s pristupom opisanim u smjernicama ESMA-e o primjerenosti²⁶.
63. 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, primitcima i dodatnim poticajima).
64. Pružanje investicijskog savjetovanja, primjena portfeljnog pristupa ili usluga upravljanja portfeljem ne oslobađa društvo od definiranja ciljanog tržišta za svaki proizvod koji će se distribuirati i od praćenja odstupanja od ciljanog tržišta kako bi se osiguralo da se proizvodi distribuiraju izvan ciljanog tržišta samo kada se to može opravdati za potrebe diversifikacije ili zaštite od rizika. U tu se svrhu odstupanja od kategorija ciljanog tržišta proizvoda „vrsta klijenta” i „znanje i iskustvo klijenata” ne mogu opravdati za potrebe diversifikacije ili zaštite od rizika. Međutim, u slučaju upravljanja portfeljem, s obzirom na specifičnu prirodu usluge, razinom „znanja i iskustva klijenata” na ciljanom tržištu može se uzeti u obzir pristup utvrđen u smjernicama ESMA-e o primjerenosti²⁷.
65. 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.

²⁶ Točka 88. smjernica ESMA-e o primjerenosti (ESMA35-43-3172).

²⁷ Konkretno, u drugoj natuknici točke 38. smjernica ESMA-e o primjerenosti objašnjava se sljedeće: „kada pruža usluge upravljanja portfeljem, budući da društvo donosi odluke o ulaganjima za račun klijenta, razina znanja i iskustva koju klijent treba posjedovati s obzirom na sve financijske instrumente koji mogu činiti portfelj može biti niža od razine koju bi klijent trebao posjedovati kada se pružaju usluge investicijskog savjetovanja. Unatoč tome, čak i tada bi klijent trebao razumjeti barem općenite rizike portfelja i imati temeljnu predodžbu o rizicima povezanim sa svakom vrstom financijskog instrumenta koju portfelj može sadržavati. Društva bi trebala steći vrlo jasnu sliku i znanje o profilu ulaganja klijenta.”

66. 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 trebaju biti rijetkost, čak i kada se vrše u svrhu diversifikacije (vidjeti i točke 80.–88.).

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

67. 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, uključujući sve ciljeve povezane s održivosti utvrđenog ciljanog tržišta, te je li planirana strategija distribucije i dalje odgovarajuća.

68. Društva se trebaju koristiti i kvantitativnim i kvalitativnim kriterijima za pregled proizvoda koji se odnose na obilježja proizvoda (npr. promjene čimbenika rizika proizvoda, strategiju ulaganja, strukturu troškova (npr. razina i vrste troškova)), tržišne uvjete (npr. nepovoljne tržišne uvjete, regulatorna kretanja) i distribuciju (npr. pritužbe klijenata, prodaje izvan ciljanog tržišta, rezultate istraživanja klijenata, ponašanje ulagatelja prilikom trgovanja na internetu). Društva trebaju odrediti učestalost i dubinu preispitivanja proizvoda uzimajući u obzir prirodu proizvoda i, prema potrebi, usluge. Na primjer, za određene jednostavnije proizvode koji se distribuiraju na temelju izuzeća koje se odnosi samo na izvršavanje naloga, revizije proizvoda mogu biti rjeđe i zahtijevaju manju dubinu, a *ad hoc* preispitivanja u takvim slučajevima u velikoj mjeri mogu biti potaknuta pritužbama klijenata i/ili tržišnim događajima koji znatno utječu na profil rizika i povrata proizvoda. Proizvođač koji je savjetovao korporativnog izdavatelja o plasiranju novog proizvoda može proporcionalno primijeniti i obvezu preispitivanja za taj proizvod, neovisno o tome odnosi li se na jednostavniji ili složeniji proizvod.

69. 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.

70. Kako bi podržali preispitivanja proizvođača, distributeri im trebaju pružati informacije o prodajama i, kada je primjenjivo, sve ostale relevantne informacije do kojih su mogli doći vlastitim povremenim preispitivanjem. Kada distributeri imaju relevantne informacije kao potporu preispitivanjima proizvođača, trebaju ih proaktivno dostavljati proizvođaču, a ne pružati takve informacije samo na zahtjev proizvođača. 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.

71. U vezi s izvještavanjem o informacijama o prodajama izvan proizvođačeva ciljanog tržišta, distributeri trebaju 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 točki 65.
72. Za potrebe vlastite revizije distributeri trebaju odrediti koje su im informacije potrebne kako bi mogli donijeti pouzdane zaključke o tome jesu li proizvodi distribuirani na utvrđenom ciljanom tržištu. Kako bi mogla donijeti takve pouzdane zaključke, društva će možda morati prikupiti dodatne informacije o svojim klijentima. Nadalje, društva trebaju preispitati svoju strategiju distribucije za složenije proizvode koji se distribuiraju putem prodaje bez savjetovanja ako, na primjer, pregled pokaže da se takvi proizvodi prečesto distribuiraju izvan pozitivnog ciljanog tržišta (ili čak na negativnom ciljanom tržištu).
73. Distributeri su dužni pregledati proizvode sve dok se nude, prodaju ili preporučuju. Na primjer, kada distributer više ne nudi²⁸, ne prodaje ili preporučuje²⁹ proizvod, distributer više nije obvezan pregledati ciljano tržište tog proizvoda unatoč tome što klijent možda još uvijek ima ulaganja u taj proizvod. Kada distributer preporučuje svojim klijentima da drže proizvod koji više ne nudi ili prodaje, ipak treba preispitati ciljano tržište tog proizvoda prije davanja te preporuke.

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

74. 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.
75. 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:

²⁸ U tom kontekstu, pojam „nuditi” ima široku primjenu te ga treba tumačiti u širem smislu.

²⁹ Društvo klijentu preporučuje proizvod ako klijentu preporučuje da kupi, drži ili proda proizvod.

- Definicija ciljanog tržišta: distributer utvrđuje ciljano tržište čak i kada proizvođač nije odredio ciljano tržište³⁰ (vidjeti točku 42.). Stoga čak i kada društvo od proizvođača ne primi opis ciljanog tržišta ili informacije o postupku odobrenja proizvoda, ono mora odrediti svoje „vlastito” ciljano tržište. To treba učiniti na primjeren i proporcionalan način (vidjeti točku 23.).
- 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 tržišta³¹. Kada sve relevantne informacije nisu javno dostupne (primjerice, u okviru prospekta ili dokumenta s ključnim informacijama o PRIIP-ovima), 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 zahtjeve³². 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.

76. Obveza iz točke 75. 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 proizvoda³³. 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.

77. 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.

78. Proizvodi koji su proizvedeni prije 3. siječnja 2018. te se i dalje distribuiraju ulagateljima 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 proizvod. U tom slučaju distributer treba postupati kao da je proizvođač subjekt koji ne podliježe zahtjevima za upravljanje proizvodima u skladu s Direktivom MiFID II. Kada proizvođač (dobrovoljno / temeljem trgovinskih sporazuma s distributerima) utvrdi

³⁰ Vidjeti članak 10. stavak 1. Delegirane direktive MiFID II.

³¹ Vidjeti članak 10. stavak 2. podstavak 3. Delegirane direktive MiFID II.

³² Vidjeti članak 10. stavak 2. Delegirane direktive MiFID II.

³³ Vidjeti članak 10. stavak 2. podstavak 3. Delegirane direktive MiFID II.

ciljano tržište u skladu s ovim smjernicama, distributer se može pouzdati u to utvrđivanje ciljanog tržišta nakon što ga kritički analizira.

79. 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.

5.4 Smjernice o pitanjima koja se primjenjuju i na proizvođače i na distributere

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

80. Društvo treba razmotriti bi li proizvod mogao biti nekompatibilan s određenim ciljanim klijentima („negativno” ciljano tržište)³⁴. Društvo pritom treba primjenjivati kategorije i načela koja su navedena u točkama 14.–22. i 42.–49. U skladu s pristupom koji se primjenjuje za utvrđivanje „pozitivnog” ciljanog tržišta, proizvođač, koji nema izravan odnos s krajnjim klijentima, moći će utvrditi negativno ciljano tržište na teoretskoj osnovi, tj. s općenitijim pogledom na to kako posebnosti određenog proizvoda ne bi bile kompatibilne s određenim skupinama ulagatelja; distributer će, uzimajući u obzir proizvođačevo općenitije negativno ciljano tržište, kao i informacije o vlastitoj bazi klijenata, moći konkretnije utvrditi skupinu klijenata kojima ne bi trebao distribuirati taj 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.
81. Za proizvode u kojima se uzimaju u obzir čimbenici održivosti, društva ne moraju utvrditi negativno ciljano tržište s obzirom na svoje ciljeve povezane s održivosti. To znači da ciljevi proizvoda koji se odnose na održivost pridonose utvrđivanju „pozitivnog” ciljanog tržišta u pogledu klijenata (skupina klijenata) s kompatibilnim ciljevima povezanim s održivosti. Isti bi se proizvodi i dalje mogli distribuirati klijentima koji nisu obuhvaćeni tim „pozitivnim” ciljem ciljanog tržišta povezanim s održivosti, pod uvjetom da su u skladu s obilježjima drugih kategorija ciljanih tržišta definiranih u ovim smjernicama³⁵. Stoga za proizvode u kojima se uzimaju u obzir čimbenici održivosti društvo uvijek treba provesti procjenu negativnog ciljanog tržišta s obzirom na pet kategorija ciljanog tržišta (vrsta klijenta, znanje i iskustvo, financijska situacija, tolerancija rizika te ciljevi i potrebe), ali ne treba uzimati u obzir ciljeve proizvoda povezane s održivosti. Time se procjenjuje mogu li ti drugi aspekti ciljanog tržišta biti nekompatibilni s određenim klijentima, primjerice, ako se proizvod u kojem se uzimaju u obzir čimbenici održivosti odnosi na rizičan proizvod namijenjen klijentima s dugoročnim razdobljem ulaganja koji su spremni i koji mogu izgubiti svoj iznos ulaganja (u tom slučaju proizvod ne bi bio kompatibilan s klijentima koji bi imali nisku

³⁴ Vidjeti članak 9. stavak 9. i članak 10. stavak 2. Delegirane direktive MiFID II.

³⁵ U uvodnoj izjavi 7. Delegirane direktive (EU) 2021/1269 objašnjava se sljedeće: „Kako bi se osiguralo da financijski instrumenti koji uključuju čimbenike održivosti ostanu lako dostupni i klijentima koji nemaju preferencije u pogledu održivosti, od investicijskih društava ne bi se trebalo zahtijevati da utvrde skupine klijenata s čijim potrebama, obilježjima i ciljevima financijski instrument koji uključuju čimbenike održivosti nije kompatibilan.”

toleranciju rizika, bez obzira na to jesu li njihove preferencije u pogledu održivosti u skladu s ciljevima proizvoda povezanim s održivosti).

82. 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.
83. 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).
84. 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 činjenice nekog slučaja trebaju opravdavati takvu prodaju, a razlog odstupanja treba jasno dokumentirati i navesti u izvješću o primjerenosti, kada ono postoji.
85. Negativno ciljano tržište izričit je pokazatelj klijenata s čijim potrebama, obilježjima i ciljevima proizvod nije kompatibilan i kojima se proizvod ne bi trebao distribuirati. Prodaja ulagateljima unutar te skupine treba biti rijetkost, a opravdanje za odstupanje treba biti značajno te se općenito očekuje da bude potkrijepljenije od opravdanja za prodaju izvan pozitivnog ciljanog tržišta.
86. 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 proizvodom koji se nalazi u „sivoj zoni”, tj. između pozitivnog i negativnog ciljanog tržišta.

87. 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.
88. 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 točki 65.

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

89. Zahtjevi utvrđeni u članku 16. stavku 3. i članku 24. stavku 2. Direktive MiFID II primjenjuju se na usluge i proizvode koji se proizvode i distribuiraju malim i profesionalnim ulagateljima. Istodobno, u tim je člancima utvrđeno 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 točke 19.a.
90. 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”.
91. 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.
92. 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 kao krajnji klijenti

93. 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).

94. Društva imaju pravo pretpostavljati da profesionalni ulagatelji imaju znanje i iskustvo koje je potrebno za razumijevanje rizika povezanih s proizvodima ili uslugama za koje su klasificirani kao profesionalni ulagatelji³⁶. 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 imaju znanje i iskustvo koje se može usporediti sa znanjem i iskustvom profesionalnih ulagatelja kao takvih.
95. 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 takvih³⁷. Na primjer, treba osmisliti različite pristupe za navedene različite kategorije klijenata i pritom uzeti u obzir razlike u profilima znanja i iskustva tih klijenata.
96. 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.

³⁶ Vidjeti Prilog II. Direktivi MiFID II.

³⁷ Vidjeti odjeljak II.1. podstavak 2. Priloga II. Direktivi MiFID II.