

Številka: 402-2/2020-16  
Datum: 25.2.2020

**Vsem družbam, ki opravljajo izvrševanje naročil za račun strank**

**ZADEVA: Okrožnica glede primernosti finančnih instrumentov za stranke in upravljanja produktov**

Spoštovani,

Agencija za trg vrednostnih papirjev (v nadaljevanju Agencija) v obliki okrožnice pošilja informacije glede ocene primernosti (appropriateness) finančnih instrumentov za stranke pri opravljanju naslednjih investicijskih storitev:

1. sprejemanje in posredovanje naročil v zvezi z enim ali več finančnimi instrumenti,
2. izvrševanje naročil za račun strank.

Poleg tega Agencija pošilja informacije o uporabi pravil o upravljanju produktov in o razmerju med uporabo pravil o primernosti finančnih instrumentov ter upravljanju produktov.

**1.**

V skladu s tretjim odstavkom 254. člena Zakona o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 77/18, 17/19 – popr. in 66/19; v nadaljevanju ZTFI-1) mora borznoposredniška družba zaradi ocene, ali je določena vrsta investicijskih storitev ali produktov primerna za stranko ali morebitno stranko, od nje zahtevati informacije o njenem znanju in izkušnjah, pomembnih za vrsto investicijskih storitev ali produktov, ki jih ponuja tej stranki ali jih namerava ta stranka naročiti (primernost).

Ta obveznost se lahko v izjemnih primerih, naštetih v 255. členu ZTFI-1, izključi.

Če borznoposredniška družba na podlagi informacij, ki jih prejme po tretjem odstavku 254. člena ZTFI-1, oceni, da investicijska storitev ali produkt ni primeren za stranko ali morebitno stranko, jo na to opozori, dokončno odločitev o produktu pa sprejme stranka ali morebitna stranka (peti odstavek 254. člena ZTFI-1). To pomeni, da je končna odločitev o tem, ali bo stranka, na primer, podala naročilo za nakup finančnega instrumenta, ki zanjo ni primeren, na stranki in je borznoposredniška družba pri tem ne more in ne sme omejevati. Dolžnost in pravica borznoposredniške družbe se izčrpa z obvestilom stranki, da posamezni finančni

instrument, ki ga želi stranka kupiti, ni primeren zanjo. Od tu dalje je pravica, obveznost in odgovornost stranke, da sprejme odločitev, ki si jo v tistem trenutku želi.

Če stranka vztraja pri nakupu finančnega instrumenta, ki zanjo ni primeren, borznoposredniška družba nima pravne podlage, ki bi izhajala iz predpisov, ki urejajo investicijske storitve in posle, da bi stranko pri tem omejevala oziroma takšnega naročila stranke ne bi sprejela in izvršila. Borznoposredniška družba, ki bi strankino naročilo za nakup finančnega instrumenta, ki je za stranko neprimeren, zavrnila z razlago, da ji tega predpisi ne omogočajo, bi s tem kršila pogodbeno razmerje s stranko. Predpisi namreč takšno naročilo omogočajo. Borznoposredniška družba, ki strankinega naročila (po ustreznem opozorilu) ne bi sprejela oz. ga izvršila, bi s tem kršila obligacijsko razmerje s stranko in bi bila na podlagi tega lahko stranki tudi odgovorna (razlog neizpolnitve pogodbe bi bil na strani borznoposredniške družbe).

Za pogodbo med stranko in borznoposredniško družbo se uporabljajo določbe mandatne pogodbe in določbe komisijske pogodbe (kot posebna vrsta mandatne pogodbe). Ti pogodbi sta urejeni v Obligacijskem zakoniku (766. do 806. člen; v nadaljevanju OZ).

Če bi bili s strani stranke izpolnjeni vsi pogoji za izvršitev naročila in borznoposredniška družba ne bi izvršila naročila stranke, ki bi ga skladno s pogodbo mogla in morala, z obrazložitvijo, da naročila ni izvršila zaradi tega, ker je finančni instrument neprimeren za stranko, bi to pomenilo neizvršitev naročila zaradi neskrbnega ravnanja borznoposredniške družbe. Tako ravnanje borznoposredniške družbe pa ima za posledico civilne sankcije, kot jih določa OZ (odškodninska odgovornost). Več o obligacijskih razmerjih med borznoposredniško družbo in stranko si lahko preberete v delu Obligacijski zakonik s komentarjem (Juhart, Plavšak, GV založba, 2004, 4. knjiga, stran 187 in nasl.).

Skladno z navedenim je neizvršitev strankinega naročila za nakup neprimernega finančnega instrumenta v nasprotju s predpisi in lahko vzpostavlja odškodninsko odgovornost borznoposredniške družbe nasproti stranki. Prav tako takšna dejanja borznoposredniške družbe, ki nimajo podlage v predpisih o opravljanju investicijskih storitev, dajejo napačen signal vlagateljem in trgu kapitala, zato naj se takšnih dejanj družbe izogibajo.

## 2.

K zgoraj navedenemu gre dodati, da je peti odstavek 254. člena ZTFI-1 prenos določbe drugega pododstavka tretjega odstavka 25. člena Direktive 2014/65/EU (v nadaljevanju MiFID II), ki je najvišji nivo (*nivo 1*) predpisov o opravljanju investicijskih storitev na področju EU. Določilo direktive je v ZTFI-1 dodan dostavek, da *dokončno odločitev o produktu sprejme stranka ali morebitna stranka*. Njegov namen pa je odpraviti negotovost o odgovornosti za izbiro produkta, ki ni primeren za stranko. Zakon je to odgovornost naložil stranki. Borznoposredniška družba pa je dolžna stranko o neprimernosti opozoriti.

Izvedbeni predpis (*nivo 2*) k MiFID II, Delegirana uredba Komisije (EU) 2017/565 (uredba se uporablja neposredno) v b) točki drugega odstavka 56. člena dodatno določa, da borznoposredniška družba vodi evidenco o vseh opozorilih strankam, kadar se je nakup investicijske storitve ali produkta ocenila za potencialno neprimerne za stranko, ali je stranka zahtevala, da se nadaljuje s poslom kljub opozorilu, *in, kjer je to mogoče, ali je borznoposredniška družba sprejela zahtevo stranke po nadaljevanju posla*. Slednje v Sloveniji ni mogoče, saj je že v višjem pravnem aktu (zakonu – *nivo 1*) navedeno, da dokončno odločitev sprejme stranka in ne borznoposredniška družba. Borznoposredniška družba bi lahko odločila v nasprotju z odločitvijo stranke samo, če bi pogodba med borznoposredniško družbo in

stranko to izrecno omogočala (tu bi šlo torej za obligacijsko razmerje med stranko in borznoposredniško družbo, kjer bi to razmerje borznoposredniški družbi omogočalo diskrecijo o tem ali bo v takšnem primeru naročilo izvršila ali ne).

Določba petega odstavka 254. člena ZTFI-1 (skupaj z zgornjo razlago) velja za naročila za nakup tistih finančnih instrumentov, za katere borznoposredniška družba omogoča svojim strankam posredovanje pri nakupu. Primer: borznoposredniška družba omogoča svojim strankam trgovanje s finančnimi instrumenti na trgih v Nemčiji, a noče izvršiti nakupnega naročila svoje stranke za posamezni finančni instrument na nemškem trgu z obrazložitvijo, da ta instrument za stranko ni primeren.

In nasprotno. Zgoraj navedeno na velja, za naročila za nakup finančnih instrumentov za katere borznoposredniška družba ne omogoča svojim strankam posredovanje pri nakupu. Primer: borznoposredniška družba svojim strankam ne omogoča nakupa finančnih instrumentov v državi tretjega sveta, zato tudi odločitev stranke, da bi tak finančni instrument kupila, nima nobenega učinka, saj borznoposredniška družba takšnih storitev ne nudi.

### 3.

Zgoraj navedeno glede primernosti finančnih instrumentov in izvršitve naročila stranke je potrebno ločiti od določil predpisov o upravljanju produktov (*product governance*).

Pri pravilih o upravljanju produktov gre za posebne določbe nasprotja interesov med borznoposredniško družbo in njenimi strankami oziroma potencialnimi strankami. Zato so te določbe ZTFI-1 (233. člen) in MiFID II (tretji odstavek 16. člena) tudi uvrščene v tisti del predpisa, ki govori o nasprotju interesov. Določbe o upravljanju produktov se uporabljajo v primerih, kjer bi lahko šlo za nasprotje interesov med borznoposredniško družbo in njeno stranko oziroma morebitno stranko.

Pravila o upravljanju produktov se uporabljajo samo za borznoposredniške družbe in banke, ki opravljajo investicijske storitve skladno z MiFID II (in torej tudi ZTFI-1). Primarno se ta pravila uporabljajo samo za proizvajalce (*manufacturer*) finančnih instrumentov, pri čemer morajo biti ti finančni instrumenti namenjeni za prodajo strankam.

Proizvajalci takšnih finančnih instrumentov morajo posredovati ustrezne informacije o teh finančnih instrumentih (vključno s ciljnim trgom končnih strank) distributerjem teh instrumentov (tistim, ki za borznoposredniško družbo prodajajo ali ponujajo te finančne instrumente). Te informacije mora imeti tudi (distributer) borznoposredniška družba, ki finančne instrumente ponuja ali priporoča. V prvem stavku je določena obveznost proizvajalca, v drugem pa distributerja (ki je šele sekundarni naslovnik pravil o upravljanju produktov). Pri tem je pomembno, da se ponujanje finančnega instrumenta presoja v luči nasprotja interesov. Namreč borznoposredniška družba strankam ne ponuja vseh finančnih instrumentov, za katere strankam nudi (ponuja) storitev borznega posredovanja (sprejemanje, posredovanje, izvrševanje naročil za račun strank). Ponudba določenega finančnega instrumenta pomeni takšno pravno dejanje, ki s sprejemom ponudbe omogoča nakup le-tega (ali če sprejmemo širšo razlago ponujanja, vsaj aktivno trženje finančnega instrumenta). Kar je tudi logično izpeljano iz izraza distributer finančnega instrumenta. Torej v primeru storitev borznega posredovanja ne gre za ponudbo finančnih instrumentov, ampak za ponudbo investicijske storitve, ki lahko (posredno) pripelje do nakupa finančnih instrumentov, če je na nasprotni strani nekdo, ki tak finančni instrument prodaja (običajno stranka druge borznoposredniške družbe, ki da ponudbo za prodajo finančnega instrumenta).

Obveznosti proizvajalca so tako postopek potrditve finančnega instrumenta (kjer se določijo tveganja, ciljni trg končnih strank in strategija distribucije tega finančnega instrumenta) ter sporočanje vseh pomembnih informacij o finančnem instrumentu distributerjem.

Poleg tega mora proizvajalec zagotoviti (253. člen ZTFI-1):

- da so finančni instrumenti oblikovani na način, ki ustreza potrebam ciljnega trga končnih strank v kategoriji strank, ki so ji finančni instrumenti namenjeni,
- ciljnemu trgu končnih strank je prilagojena prodajna strategija teh finančnih instrumentov, in
- finančni instrumenti se ponujajo le ciljnemu trgu končnih strank.

Obveznosti distributerja so, da razpolaga z ustreznimi informacijami o finančnem instrumentu in da pozna lastnosti finančnih instrumentov ter ciljni trg končnih strank, ki jim je namenjen finančni instrument. Poleg tega mora dobro poznati in razumeti finančne instrumente, oceniti njihovo primernost za stranke, ki jim ponuja investicijske storitve in posle, ob upoštevanju določenega ciljnega trga končnih strank ter zagotoviti, da so finančni instrumenti stranki ponujeni ali priporočeni le, če je to v interesu stranke.

Več obveznosti najvišji nivo (*nivo 1*) predpisov ne predpisuje. Obveznost proizvajalca je, da se finančni instrumenti ponujajo le ciljnemu trgu končnih strank. Pri tem mu lahko pomaga distributer, saj so njegove dolžnosti vezane na proizvajalca. Vse to pa velja samo in izključno za proizvajalca in distributerja, ne pa za vse ostale subjekte (ki niso vezani na proizvajalca). To je pomembno predvsem zato, ker te določbe ščitijo stranke pred nasprotjem interesov med borznoposredniško družbo, ki finančne instrumente proizvaja (pripravlja) ali distribuira, in stranko. Dlje od tega predpisi ne grejo. Predpisi ne vsebujejo določbe, da stranka, ki ni v ciljnemu trgu končnih strank, takšnega finančnega instrumenta ne more, ali ne sme kupiti. Le proizvajalec ali distributer ji teh finančnih instrumentov ne sme ponuditi. Nemogoče si je zamisliti, da bi določene finančne instrumente (npr. tiste, ki so opredeljeni kot primerni samo za profesionalne stranke) stranka lahko kupila le, če bi se opredelila kot profesionalna stranka in s tem izgubila vso zaščito, ki gre neprofesionalnim strankam in sicer glede vseh investicijskih storitev, in ne samo glede nakupa konkretnega finančnega instrumenta. To vsekakor ni praksa v EU in bi pomenila velik poseg v pravilo o varovanju interesov strank.

Izvedbena predpisa (*nivo 2*) k MiFID II in ZTFI-1 na področju upravljanja produktov sta Delegirana direktiva Komisije (EU) 2017/593 in Sklep o pogojih za opravljanje investicijskih in drugih storitev za borznoposredniške družbe (Uradni list RS, št. 42/19; v nadaljevanju Sklep o pogojih). Določbe direktive so prenesene v Sklep o pogojih.

V 6. členu Sklepa o pogojih so navedene obveznosti proizvajalca, ki so prav tako v veliki meri namenjene reševanju nasprotij interesov in določanja ciljnega trga končnih strank. V sedemnajstem odstavku 6. člena Sklepa o pogojih je eksplicitno navedeno, da v določenih primerih proizvajalec preneha razmerje z distributerjem, kar jasno kaže, da je distributer lahko samo oseba, s katero ima proizvajalec določeno (pravno) razmerje (pogodbo), v nasprotnem primeru ne gre za distributerja.

Obveznosti distributerja so določene v 7. členu Sklepa o pogojih. Izvedbena predpisa širita obveznost distributerjev tudi na storitve, ki jih distributer ponuja ali priporoča, čeprav tega v najvišjem nivoju predpisov ni najti. Prav tako ni najti v najvišjem nivoju predpisov določila, da mora distributer opredeliti skupine strank za katere produkt ali storitev nista primerna (t.i. negativni ciljni trg) in skupine strank za katere je produkt primeren (t.i. pozitivni ciljni trg), ki jih prav tako določa 7. člen Sklepa o pogojih.

Distributer mora proizvajalcu zagotoviti informacije o prodaji in druge informacije o postopku upravljanja produkta. Tudi tu je posredno izražena vez oziroma razmerje med proizvajalcem in distributerjem, ki je nujna, da lahko govorimo o distribuciji finančnih instrumentov.

Enako kot pri najvišjem nivoju predpisov, tudi izvedbena predpisa določata, da je treba finančni instrument distribuirati (priporočati ali prodajati) le pozitivnemu ciljnemu trgu. Ni pa zaslediti določbe, ki bi omejevala nakup finančnega instrumenta stranki, ki ni v skupini pozitivnega ciljnega trga (torej finančni instrument zanjo ni primeren), ali je celo v skupini negativnega ciljnega trga.

V zvezi z upravljanjem produktov je Evropski organ za vrednostne papirje in trge (v nadaljevanju ESMA) izdal Smernice o zahtevah glede upravljanja produktov iz direktive MiFID II, ki pomenijo naslednji nivo (*nivo 3*) pravil o upravljanju produktov. Tudi navedene smernice na začetku poudarijo, da se ta pravila uporabljajo le za pripravljane in distribucijo naložbenih produktov. Smernice definirajo pojem distributer kot borzno posredniško družbo, ki ponuja, priporoča ali prodaja naložbeni produkt (finančni instrument). Če borzno posredniška družba stranki ne ponuja, priporoča ali sama ne prodaja finančnega instrumenta, se zanjo pravila iz smernic ne uporabljajo. Uporabljajo se samo za tiste finančne instrumente, ki jih borzno posredniška aktivno trži (ponuja ali priporoča) ali, ki jih sama prodaja. Nedvomno gre za zelo ozek nabor finančnih instrumentov, ki jih stranke prek posredovanja borzno posredniške družbe lahko kupijo. Za vse ostale finančne instrumente, pri nakupu katerih ne more priti do konflikta interesov med borzno posredniško družbo in stranko (borzno posredniška družba nima interesa ali stranka kupi finančni instrument A ali finančni instrument B) pa se takšna pravila ne uporabljajo.

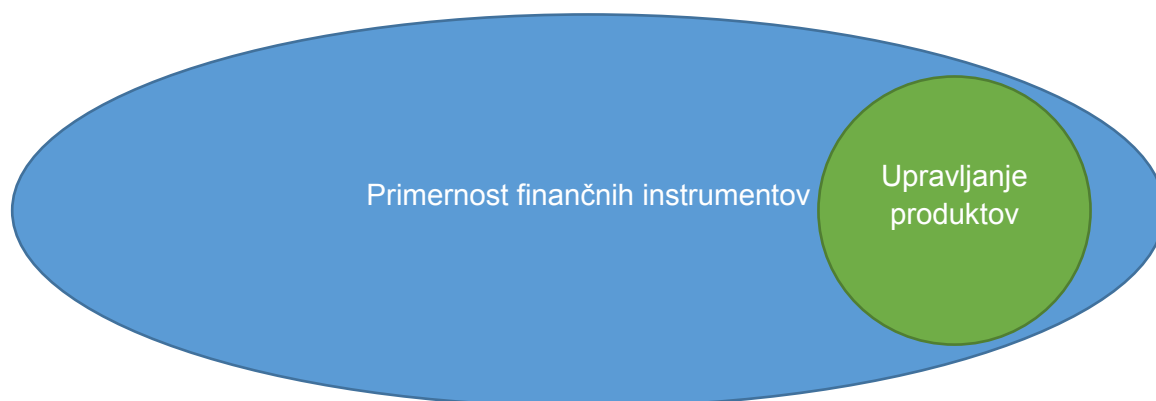
Pri finančnih instrumentih, za katere je borzno posredniška družba distributer, smernice navajajo posebna pravila, ki se uporabljajo zaradi nasprotja interesov med borzno posredniško družbo in stranko, saj lahko v teh primerih prihaja do nasprotij. Nasprotjem se je najlažje izogniti (kar je tudi osnovno pravilo) tako, da se prepreči njihov nastanek. Zato smernice nakazujejo, da je bolje, da distributer finančnih instrumentov strankam sploh ne omogoči nakupa finančnih instrumentov, ki niso primerni za posamezno stranko. S tem se nedvomno izognemo nasprotjem interesov. Ni pa takšno dejanje nujno, saj ZTFI-1 omogoča (izjema od zgoraj navedenega pravila) izvedbo posla, pri katerem lahko pride do nasprotja interesov, če so ta nasprotja ustrezno pojasnjena in razkrita stranki (233. člen ZTFI-1). Smernice določajo tudi, da se pravila v njih uporabljajo sorazmerno in skladno s sposobnostjo posamezne stranke razumeti tveganja, ki so povezana s finančnimi instrumenti.

Smernice nadalje eksplicitno navajajo, da se finančni instrumenti, ki so skladno s pravili o upravljanju produktov neprimerni za stranko, tej stranki lahko dostopni, če stranka sama tako želi in če so ti finančni instrumenti na podlagi (individualne) presoje primernosti te stranke lahko zanjo primerni. Tu smernice izrecno dajo prednost pravilom o primernosti pred pravilom o upravljanju produktov, zahtevajo pa ustrezno opozorilo stranki. Smiselno enako navedejo smernice tudi za ustreznost (pri gospodarjenju s finančnimi instrumenti ali investicijskemu svetovanju).

#### 4.

Potrebno je ustrezno ločevati med pravili o primernosti in pravili o upravljanju produktov. Pravila o primernosti se uporabljajo za vse finančne instrumente, ki jih stranka lahko s posredovanjem borzno posredniške družbe kupi, pravila o upravljanju produktov pa le za tiste

finančne instrumente, ki jih borznoposredniška družba proizvaja sama, ali je njihov distributer. Število slednjih je nedvomno precej manjše od števila prvih in je tudi podmnožica prvih.



Dolžnost borznoposredniške družbe je, da stranko opozori na neprimernost posameznega finančnega instrumenta zanjo, vendar ZTFI-1 končno odločitev o nakupu takšnega finančnega instrumenta daje stranki, zato naj se volja stranke pri tem upošteva. Če se borznoposredniška družba drugače dogovori s stranko (pogodba o opravljanju storitev), lahko borznoposredniška družba sama določi ali bo za stranko izvršila nakup posameznega finančnega instrumenta, ki za stranko potencialno ni primeren (v tem primeru sprejme borznoposredniška družba odgovornost odločitve, kateri finančni instrument je za posamezno stranko primeren).

Pri opredeljevanju, kdaj se za določene finančne instrumente uporabljajo pravila o upravljanju produktov, naj borznoposredniška družba izhaja iz pravil o nasprotju interesov (nasprotjem se je potrebno izogibati, če to ni mogoče pa stranko na to ustrezno opozoriti) in na podlagi tega presodi, ali spada med proizvajalca oziroma distributerja določenega finančnega instrumenta. Pravila o upravljanju produktov veljajo samo in izključno za proizvajalce ter distributerje finančnih instrumentov.

S spoštovanjem.

Pripravil:  
Žiga Kosi

Agencija za trg vrednostnih papirjev  
mag. Miloš Čas, direktor