



Vybrané aspekty MiFID II zamerané na zvýšenie ochrany investora

Marek Beňo

Národná banka Slovenska

- 1 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ z 15. mája 2014 o trhoch s finančnými nástrojmi, ktorou sa mení smernica 2002/92/ES a smernica 2011/61/EÚ.
- 2 Delegovaná smernica Komisie (EÚ) 2017/593 zo 7. apríla 2016, ktorou sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ, pokiaľ ide o ochranu finančných nástrojov a finančných prostriedkov patriacich klientom, povinnosti v oblasti riadenia produktov a pravidiel uplatniteľné na poskytovanie alebo prijímanie poplatkov, provízií alebo akýchkoľvek nepeňažných alebo nepeňažných benefitov, priamo uplatniteľné delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2017/565 z 25. apríla 2016, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2014/65/EÚ, pokiaľ ide o organizačné požiadavky a podmienky výkonu činnosti investičných spoločností, ako aj o vymedzené pojmy na účely uvedenej smernice (v texte len „delegované nariadenie“) a ďalšie regulačné a vykonávacie technické normy (https://ec.europa.eu/info/law/markets-financial-instruments-mifid-ii-directive-2014-65-eu/amen-acting-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts_en).
- 3 Napr. usmernenia o posudzovaní znalostí a odbornej spôsobilosti z 22. marca 2016, ESMA 2015/1886 SK, usmernenia k požiadavkám na riadenie produktov stanoveným v smernici MiFID II z 5. februára 2018, ESMA35-43-620 SK alebo usmernenia týkajúce sa vybraných aspektov požiadaviek posudzovania vhodnosti (MiFID II) z 28. mája 2018, ESMA35-43-869.
- 4 Otázky a odpovede týkajúce sa tém ochrany investora a finančného sprostredkovania z 25. mája 2018, ESMA 35-43-349, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-mifidmifir-investor-protection-qas>
- 5 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1286/2014 z 26. novembra 2014 o dokumentoch s kľúčovými informáciami pre štrukturalizované retailové investičné produkty a investičné produkty založené na poistení (PRIIP).

Ustanovenia smernice MiFID II¹ týkajúce sa ochrany investorov boli transponované do právneho poriadku Slovenskej republiky novelizáciou zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (zákon o cenných papieroch) s účinnosťou od 3. januára 2018 a novelizáciou zákona č. 186/2009 Z. z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov s účinnosťou od 23. februára 2018. Rámec smernice MiFID II je na európskej úrovni dotváraný nástrojmi tzv. Level 2 (právnymi predpismi Európskej komisie)² a Level 3 (usmernenia³ a Q&A dokumenty⁴ vydávané ESMA).

MiFID II prináša do každodenného života obchodníkov s cennými papiermi, finančných agentov a finančných poradcov v sektore kapitálového trhu (ďalej len „regulované subjekty“) nielen rozšírenie už existujúcich požiadaviek na uskutočňovanie podnikateľskej činnosti, ale nastoľuje aj nové požiadavky, ktorých cieľom je *a priori* zabezpečiť zvýšenie úrovne ochrany investorov, a to okrem iného aj prostredníctvom zvýšenia transparentnosti činnosti regulovaných subjektov vo vzťahu k ich klientom. Medzi tie aspekty činnosti regulovaných subjektov, ktoré sú zamerané na zvýšenie ochrany investora a o ktorých sa v súčasnosti zároveň najviac diskutuje, patria napríklad informovanie klientov o nákladoch a pridružených poplatkoch, informovanie o prijatých a poskytnutých stimuloch alebo dodržiavanie požiadaviek na vykonávanie posudzovania vhodnosti, ktoré je neoddeliteľnou súčasťou poskytovania investičných služieb investičného poradenstva a riadenia portfólia. Smernica MiFID II sa hlbšie zameriava na poskytovanie investičnej služby investičného poradenstva, napríklad aj zavedením podrobnejšieho členenia tejto investičnej služby na investičné poradenstvo na základe a nezávislom základe alebo požiadavkou na vyhlásenie o vhodnosti. Únijní legislátori sa taktiež zamerali na zintenzívnenie požiadaviek súvisiacich s vedením obchodnej dokumentácie, a to aj vyhotovovaním a uchovávaním záznamov o poskytovaných službách a činnostiach alebo vykonávaných transakciách. Napĺňanie požiadaviek na riadenie finančných nástrojov pri ich vytváraní a distribúcii (angl. Product Governance) predstavuje novú povinnosť pre všetky regulované subjekty, ktoré sú v pozícii tvorca alebo distribútora finančného nástroja.

INFORMAČNÁ POVINNOSŤ REGULOVANÝCH SUBJEKTOV VO VZŤAHU KU KLIENTOM

Informačná povinnosť vyplýva priamo z ustanovení § 73c a § 73d zákona o cenných papieroch, ktoré určujú regulovanému subjektu povinnosť poskytnúť klientom alebo potenciálnym klientom informácie potrebné na správne porozumenie charakteru a rizikám investičnej služby a konkrétneho druhu ponúkaného finančného nástroja. Všetky informácie, ktoré smerujú od regulovaného subjektu k investorovi, majú naplňovať atribút jednoznačnosti, prehľadnosti a objektívnosti, pretože takéto informácie sú jedným z pilierov zodpovedného prijatia investičného rozhodnutia na strane investora. Dodatočné detailné požiadavky na informovanie klientov sú ustanovené v čl. 44 až 51 delegovaného nariadenia, ktoré má charakter vykonávacieho predpisu k vyššie uvedeným ustanoveniam zákona.

Výška a štruktúra nákladov a pridružených poplatkov vo vzťahu k finančným nástrojom a poskytovaným službám je často jedným z kľúčových faktorov konkurencieschopnosti regulovaných subjektov, a teda aj prvkom, ktorý významnou mierou ovplyvňuje investičné rozhodnutie klientov, najmä pri porovnateľných finančných nástrojoch a poskytovaných službách. Povinnosť regulovaného subjektu informovať klientov o všetkých nákladoch a pridružených poplatkoch, tak ako je ustanovená v § 73d zákona o cenných papieroch a v čl. 50 delegovaného nariadenia, má preto mimoriadny význam pre ochranu investorov. Veľmi užitočným nástrojom na správne porozumenie rozsahu informácií, ktoré je regulovaný subjekt povinný klientovi poskytnúť, je príloha II delegovaného nariadenia. Obsahuje dve tabuľky s identifikovanými nákladmi, ktoré majú tvoriť časť nákladov, o ktorých majú byť klienti informovaní. Tabuľka 1 obsahuje zoznam všetkých nákladov a pridružených poplatkov účtovaných klientovi za investičné alebo vedľajšie služby, tabuľka 2 špecifikuje všetky náklady a pridružené poplatky v súvislosti s (ponúkaným alebo odporúčaným) finančným nástrojom. Ak finančný nástroj spadá do rámca nariadenia PRIIP⁵, regulovaný subjekt môže použiť verejne dostupné kľúčové informácie týkajúce sa finančných produktov vymedzených v PRIIP nariadení (tzv. KID) na účely plnenia regulačnej povinnosti informovať klientov o všetkých nákladoch a pridružených poplatkoch, a to na *ante* báze. Rozsah informácií v kľúčových informáciách KID však nemusí byť dostačujúci na pokrytie





všetkých informačných povinností vyplývajúcich z MiFID II.

V praxi môže nastať situácia, napríklad v súvislosti s poskytovaním finančného sprostredkovania v sektore kapitálového trhu, že klientovi poskytuje investičné alebo vedľajšie služby viac ako jeden regulovaný subjekt. Tejto problematike sa venuje čl. 50 ods. 7 delegovaného nariadenia, ktorý určuje, že *každý regulovaný subjekt poskytne informácie o nákladoch na poskytované investičné alebo vedľajšie služby. Regulovaný subjekt, ktorý odporúča alebo ponúka svojim klientom služby poskytované iným regulovaným subjektom, zlučí náklady a poplatky za svoje služby s nákladmi a poplatkami za služby poskytované týmto iným regulovaným subjektom. Ak regulovaný subjekt nasmeroval klienta k iným subjektom, zohľadňuje náklady a poplatky spojené s inými investičnými alebo vedľajšími službami, ktoré poskytujú iné subjekty.* Interpretácia informačných povinností regulovaných subjektov zapojených do distribúcie finančných nástrojov prostredníctvom finančného sprostredkovania v sektore kapitálového trhu je taká, že finančný agent poskytuje klientovi všetky informácie týkajúce sa investičných služieb, ktoré poskytuje a na ktoré má oprávnenie podľa § 2 ods. 2 zákona o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve. Obchodník s cennými papiermi, ktorý prijíma od finančného agenta pokyn klienta, poskytuje klientovi relevantné informácie v súvislosti s vykonaním pokynu a inými investičnými službami (napr. s investičnou službou riadenia portfólia) alebo s vedľajšími službami, ktoré boli klientovi sprostredkované a ktoré tento obchodník s cennými papiermi poskytuje. Ak sa informácie poskytované klientovi zo strany regulovaných subjektov zapojených do distribúcie finančných nástrojov v určitých častiach prekrývajú, je opodstatnené, ak existuje medzi príslušnými regulovanými subjektmi dohoda o delegovaní informačnej povinnosti v súvislosti s tými údajmi, ktoré sa vzájomne prekrývajú, čím sa obmedzí duplicita poskytovania identických informácií klientom a zvýši efektívnosť informačnej povinnosti regulovaných subjektov.

STIMULY

Smernica MiFID II, podobne ako jej predchodca, upravuje prijímanie a poskytovanie stimulov (angl. Inducements), t. j. platieb, provízií a nepeňažných výhod zaplatených alebo poskytnutých regulovaným subjektom akejkolvek tretej osobe okrem klienta, alebo prijatých regulovaným subjektom od tretej strany okrem klienta. Podľa pôvodnej právnej úpravy boli stimuly povolené za predpokladu, že pred poskytnutím príslušnej investičnej služby alebo vedľajšej služby bol klient jednoznačne, vyčerpávajúcim, presným a zrozumiteľným spôsobom informovaný o existencii, povahe a výške stimulov a poskytnutý alebo prijatý stimul od tretej osoby zvýšil kvalitu poskytovanej služby a zároveň nebránil plneniu povinnosti regulovaného subjektu konať v najlepšom záujme klienta, a to bez ohľadu na druh poskytovanej investičnej služ-

by. Aktualizované všeobecné povinnosti súvisiace s aplikovaním stimulov sú upravené ustanoveniami § 73b zákona o cenných papieroch, pričom predmetné ustanovenia obsahujú aj identifikáciu poplatkov, provízií alebo nepeňažných výhod, ktoré sa za stimuly nepovažujú. Prítomná je aj povinnosť viesť interný zoznam všetkých stimulov a zaznamenávať, ako prijaté alebo zaplatené stimuly zvyšujú kvalitu služieb poskytovaných klientovi.

Zvyšovanie kvality poskytovanej služby bolo už podľa predchádzajúcej právnej úpravy diskutovaným prvkom regulácie, MiFID II však určuje aj podmienky, kedy je možné považovať úhradu alebo prijatie stimulov za určené na zvýšenie kvality poskytovanej služby. Prvou z nich je odôvodnenosť poskytnutia dodatočnej služby alebo služby vyššej úrovne primeranej k úrovni stimulov, ku ktorej zákon pridáva aj demonštratívny výpočet spôsobov jej naplnenia. Podmienka je napríklad naplnená, ak sa poskytuje investičné poradenstvo na závislom základe pri splnení vymedzených požiadaviek. Ďalšou podmienkou, kedy sú stimuly určené na zvýšenie kvality poskytovanej služby, je neprinášanie priamej výhody pre regulovaný subjekt bez toho, aby stimuly prinášali skutočný prospech aj klientovi, a taktiež odôvodnenosť poskytnutia pretrvávajúcej výhody v prospech príslušného klienta vo vzťahu k pretrvávajúcim stimulom. Práve zvyšovanie kvality poskytovanej služby má byť z opodstatnených dôvodov jedným zo stredobodov pozornosti regulovaných subjektov v zmysle ich činnosti vo vzťahu ku klientom.

INVESTIČNÉ PORADENSTVO

Investičným poradenstvom je podľa § 6 ods. 6 zákona o cenných papieroch *poskytovanie osobného odporúčania klientovi na jeho žiadosť alebo na základe podnetu poskytovateľa investičnej služby*, teda regulovaného subjektu, v súvislosti s *jedným alebo viacerými obchodmi s finančnými nástrojmi*. Pojem „osobné odporúčanie“ upravuje čl. 9 delegovaného nariadenia ako *odporúčanie prezentované ako vhodné pre danú osobu alebo musí byť založené na zvážení pomerov danej osoby a zároveň musí predstavovať odporúčanie vykonať jeden z presne vymedzeného súboru krokov*. Ten istý článok delegovaného nariadenia taktiež ustanovuje, že odporúčanie sa nepovažuje za osobné, ak je vydané výhradne pre verejnosť.

Novou povinnosťou regulovaných subjektov v súvislosti s poskytovaním investičného poradenstva, ktorá je zakotvená v § 73d ods. 2 zákona o cenných papieroch, je *informovanie klientov o tom, či sa investičné poradenstvo poskytuje na nezávislom základe alebo nie, či je poradenstvo založené na širšej alebo užšej analýze rôznych druhov finančných nástrojov a najmä či je rozsah finančných nástrojov obmedzený na finančné nástroje vydané alebo poskytované osobami, ktoré majú úzke väzby s príslušným regulovaným subjektom alebo iné právne vzťahy alebo obchodné vzťahy, ako napríklad zmluvný vzťah, ktoré sú také úzke, že by potenciálne mohli ovplyvniť nezávislosť poskytovaného*



poradenstva. Klienti majú byť taktiež informovaní, či sa im poskytuje pravidelné posúdenie vhodnosti finančných nástrojov alebo investičných služieb, ktoré boli predtým regulovaným subjektom odporúčané. Pre správnu interpretáciu tejto informačnej povinnosti samotnými regulovanými subjektmi je dôležité uviesť, že slovenská ani európska legislatívna úprava aktuálne neurčuje exaktný počet druhov finančných nástrojov, ktorý by zodpovedal predmetnej analýze v zmysle jej užšieho či širšieho rozsahu. Túto skutočnosť je však potrebné posúdiť *ad hoc* v závislosti od obchodného modelu konkrétneho regulovaného subjektu.

Ďalšou novou povinnosťou v súvislosti s poskytovaním investičného poradenstva neprofesionálnemu klientovi je v zmysle § 73f ods. 3 zákona o cenných papieroch vyhotovenie vyhlásenia o vhodnosti (angl. Suitability Statement) na trvanlivom médiu a jeho poskytnutie príslušnému klientovi, a to ešte pred uskutočnením transakcie. Výnimkou sú vymedzené okolnosti a podmienky, dodržanie ktorých umožňuje regulovanému subjektu poskytnúť vyhlásenie o vhodnosti bezprostredne po tom, ako je klient viazaný zmluvou o kúpe alebo predaji finančného nástroja. Obsahom vyhlásenia o vhodnosti je uvedenie spôsobu, ako poskytnuté investičné poradenstvo, teda osobné odporúčanie adresované konkrétnemu klientovi vo vzťahu ku konkrétnemu finančnému nástroju alebo k investičnej službe zodpovedá preferenciám, potrebám a iným charakteristikám klienta. Do vyhlásenia o vhodnosti sú zahrnuté aj informácie, či si odporúčané služby alebo finančné nástroje budú pravdepodobne vyžadovať pravidelné preskúmavanie ich mechanizmov. Toto znamená významný posun v ochrane investora, keďže ten bude mať k dispozícii písomný dôkaz o poskytnutom odporúčaní, ktorý bude môcť použiť v prípadnom spore s regulovaným subjektom.

INVESTIČNÉ PORADENSTVO NA NEZÁVISLOM ZÁKLADE

Požiadavky na poskytovanie investičného poradenstva na nezávislom základe sú uvedené v § 73d ods. 3 zákona o cenných papieroch a čl. 53 delegovaného nariadenia, v ktorých sa okrem iného uvádza, že regulovaný subjekt poskytujúci takto označené investičné poradenstvo má určený a zavedený výberový proces zameraný na posúdenie a porovnanie dostatočnej škály finančných nástrojov dostupných na trhu, pričom delegované nariadenie vymedzuje prvky, ktoré tento výberový proces obsahuje. Slovenská právna úprava – zákon o finančnom sprostredkovaní rozdeľuje na podobnom princípe osoby na finančných agentov a finančných poradcov. Preto delenie poskytovania investičného poradenstva na závislom a nezávislom základe, ktoré prináša MiFID II, nie je v našom kontexte ničím novým a bolo relatívne jednoduché aplikovať ho na subjekty spadajúce pod zákon o finančnom sprostredkovaní. V súvislosti s finančným sprostredkovaním v sektore

kapitálového trhu v rámci Slovenskej republiky je investičné poradenstvo na nezávislom základe oprávnený poskytovať len finančný poradca.

POSUDZOVANIE VHDNOSTI

Nevyhnutným predpokladom poskytovania investičných služieb investičného poradenstva a riadenia portfólia je vykonanie posúdenia vhodnosti predmetu odporúčania vo vzťahu ku klientovi. Posudzovanie vhodnosti je procesom pozostávajúcím zo zbierania, resp. získavania potrebných informácií o konkrétnom klientovi a z ich následného vyhodnocovania na vytvorenie si jasného obrazu o vhodnosti investície pre daného klienta. Súbor potrebných informácií je rozdelený do troch tematických okruhov, ktoré sa zameriavajú na rôzne aspekty okolností klienta. Cieľom procesu je, aby získané informácie tvorili konzistentný celok umožňujúci regulovanému subjektu porozumieť svojmu klientovi. Práve koncept „poznaj svojho klienta“ môže tvoriť jednu z dôležitých informačných báz regulovaného subjektu na plnenie zákonnej povinnosti konať v najlepšom záujme klienta. O tejto zákonnej povinnosti je klient informovaný regulovaným subjektom pri samotnom uskutočňovaní posudzovania vhodnosti.

Prvý okruh, ktorý je identický s požiadavkami na posúdenie primeranosti v zmysle § 73g zákona o cenných papieroch, tvoria informácie zamerané na znalosti a skúsenosti klienta v oblasti investícií, teda na znalosti a skúsenosti vzťahujúce sa na konkrétny typ finančného nástroja, investičnej služby alebo vedľajšej služby. Ak je to potrebné, regulovaný subjekt získava informácie týkajúce sa druhu služieb, transakcií a finančných nástrojov, ktoré klient pozná, povahy, objemu a frekvencie transakcií s finančnými nástrojmi, ktoré klient vykonáva, a obdobia, počas ktorého sa transakcie už uskutočňovali. V tejto súvislosti môžu byť informácie zamerané aj na úroveň vzdelania a chápania základných finančných pojmov vrátane scenárov vývoja zisku alebo straty v závislosti od investičného rizika. Predmetným môže byť aj získavanie informácií o povolaní alebo relevantnom predchádzajúcom povolaní klienta. Druhý okruh tvoria informácie vypovedajúce o finančnej situácii klienta. Ak je to potrebné, informácie sú zamerané najmä na zdroj a výšku pravidelného príjmu klienta, na jeho aktíva vrátane likvidných aktív, na investície klienta, nehnuteľný majetok, a relevantné môžu byť aj pravidelné finančné záväzky. Tretím okruhom získavaných informácií sú informácie vypovedajúce o investičných cieľoch klienta. Patrí k nim napríklad investičný horizont vyjadrený na časovej osi, preferencie vzhľadom na rizikovosť investície, rizikový profil klienta alebo účel plánovanej investície.

Je dôležité zdôrazniť, že určenie informácií (vrátane ich detailu) potrebných na správne posúdenie vhodnosti je individuálnou povinnosťou regulovaného subjektu poskytujúceho predmetnú investičnú službu, pričom pri plnení tejto povinnosti má byť zachovaný princíp proporcionality vo vzťahu k atribútom predmetných



služieb a finančných nástrojov. Na túto skutočnosť môže mať vplyv množina prvkov, ktorými sú podľa usmernení ESMA týkajúcich sa vybraných aspektov požiadaviek posudzovania vhodnosti (MiFID II) napríklad typ finančného nástroja alebo transakcie, ktoré firma odporúča alebo do ktorých vstupuje (vrátane ich komplexnosti a úrovne rizika), vrátane typu a rozsahu investičnej služby, ktorú regulovaný subjekt poskytuje. Relevantným je, samozrejme, aj typ konkrétneho klienta a jeho potreby a okolnosti. Podrobnejšie informácie o klientovi je potrebné získať napríklad pri tzv. zraniteľnejších klientoch, ktorými by mohli byť starší klienti alebo tí, u ktorých absencia predchádzajúce skúsenosti s poskytovanou službou alebo finančným nástrojom. Neodmysliteľnou súčasťou procesu získavania informácií je identifikovanie efektívneho nástroja na ich získavanie, ktorým je najčastejšie dotazník. Napriek tomu, že finanční agenti niekedy preberajú dotazníky finančných inštitúcií, je ich individuálnou povinnosťou zabezpečiť, aby informácie získavané prostredníctvom dotazníkov boli pre nich dostačujúce v zmysle vyššie uvedených požiadaviek.

Obsah dotazníka má byť podľa usmernení ESMA jasný, úplný a zrozumiteľný. Je dôležité, aby bola zabezpečená dôsledná formulácia otázok obsiahnutých v dotazníku, čo umožní vyhnúť sa závažnej chybe, ktorou je zaradenie zovšeobecňujúcich otázok, a to najmä v súvislosti so získavaním informácií o znalostiach a skúsenostiach a tolerancii rizika. Nemenej dôležitým aspektom je vhodne zvolená forma, od ktorej sa očakáva prehľadný grafický dizajn dotazníka bez účelového navádzania na výber konkrétnej odpovede a efektívne určenie poradia otázok. V situáciách, v ktorých je to potrebné, berúc do úvahy najmä získavanie informácií o finančnej situácii klienta, by možnosť neodpovedať na otázku nemala byť k dispozícii. Na účely analýzy kvalitných informáčnych vstupov, ktorá má byť zabezpečená prostredníctvom adekvátne navrhnutých a implementovaných nástrojov na analýzu a vyhodnocovanie, je povinnosťou každého regulovaného subjektu mať zavedené primerané postupy na zabezpečovanie konzistentnosti získaných informácií.

POŽIADAVKY NA RIADENIE PRODUKTOV PRI ICH VYTŤVÁRANÍ A DISTRIBÚCII

Dobre fungujúci mechanizmus investičného poradenstva úzko súvisí s poznaním preferencií a okolností klienta, rovnako však musí byť zabezpečené dôkladné poznanie samotného predmetu odporúčania zo strany regulovaného subjektu. V rámci procesu posudzovania vhodnosti majú byť zohľadnené aj výsledky tzv. Product Governance analýzy. Ide o analýzu vplývajúcu z naplnenia požiadaviek na riadenie finančných nástrojov pri ich vytváraní, t. j. požiadaviek kladených na tvorcov finančných nástrojov, a požiadaviek pri distribúcii finančných nástrojov, ktoré sú obsiahnuté v § 71m a 71n zákona o cenných papieroch. Premisou týchto požiadaviek je, že regulovaný subjekt dôkladne pozná finančné nástroje, ktoré

vytvára alebo distribuuje, a teda má potrebné odborné znalosti na to, aby rozumel vlastnostiam a rizikám vyplývajúcim z predmetných finančných nástrojov. Tieto znalosti mu umožňujú spolu s informáciami o klientoch určiť cieľový trh konečných klientov, a to pre každý finančný nástroj. Zároveň je regulovaný subjekt povinný zabezpečiť, že zamýšľaná distribučná stratégia je v súlade s takto identifikovaným cieľovým trhom. Identifikácia cieľového trhu je síce často vnímaná ako najdôležitejšia požiadavka na riadenie produktov pri ich vytváraní a distribúcii, no je mimoriadne dôležité, aby ju regulované subjekty nevnímali izolovane. Práve naopak, regulovaný subjekt by mal využiť koherentnosť informácií vyplývajúcich z naplnenia vyššie uvedených čiastkových požiadaviek na získanie odpovedí na otázky týkajúce sa jeho vlastnej podnikateľskej aktivity, ktorými sú napr.: „Čo vyrábam/distribuujem? Pre koho produkt vyrábam/distribuujem? Ako produkt predávam svojim klientom?“

Usmernenia ESMA k požiadavkám na riadenie produktov stanoveným v smernici MiFID II obsahujú okrem iného aj zadané kategórie informácií, získanie ktorých je nevyhnutné na určenie cieľového trhu. Patrí k nim typ klientov v zmysle kategorizácie klientov podľa zákona o cenných papieroch, pre ktorých je finančný nástroj určený, požiadavky na znalosti a skúsenosti klientov cieľového trhu vo vzťahu k predmetným finančným nástrojom a tematicky súvisiacim oblastiam, nasleduje kategória vypovedajúca o finančnej situácii klientov so schopnosťou znášať stratu, o odolnosti klientov voči riziku a zlučiteľnosť profilu rizikovosti, resp. výnosnosti finančného nástroja s cieľovým trhom klientov. V rámci kategórie „odolnosť klientov voči riziku“ je opodstatnené zaviesť rizikové kategórie, ktorými sú napríklad špekulatívny, vyvážený alebo konzervatívny investor. Poslednou kategóriou sú ciele špecifikované regulovaným subjektom vrátane širších finančných cieľov konečných klientov a ich potrieb, ktoré by mali byť naplnené investovaním do vytváraných a distribuovaných finančných nástrojov. Pre tvorcov finančných nástrojov, ktorí sami nedistribuuju finančné nástroje priamo konečným klientom, môže byť úloha identifikovať cieľový trh klientov na detailnej báze pomerne náročne splniteľná, keďže existuje predpoklad, že tieto regulované subjekty nemusia disponovať podrobnými informáciami o konečných klientoch. Preto sa pripúšťa, že tvorca finančného nástroja identifikuje cieľový trh vo všeobecnejšej rovine v porovnaní s obsahovo identickou povinnosťou distribútora. Ustanovenie § 71m ods. 13 zákona o cenných papieroch uvádza, že *tvorca finančného nástroja určí potreby a charakteristiky klientov, pre ktorých je finančný nástroj vhodný, na základe jeho teoretických vedomostí a skúseností s finančným nástrojom alebo podobnými finančnými nástrojmi, s finančnými trhmi a na základe potrieb, charakteristík a cieľov potenciálnych konečných klientov.* Distribútor finančného nástroja má však povinnosť identifikovať skutočný cieľový trh ponúkaného alebo odpo-



rúčaného finančného nástroja na detailnej báze, pričom v rámci tohto procesu využíva dostupné informácie, okrem iného o vlastnom klientskom kmeni, zároveň však posudzuje informácie získané od tvorcu finančného nástroja, ktoré obsahujú aj tvorcom vymedzený potenciálny cieľový trh konečných klientov. Distribútor zohľadňuje aj typ investičnej služby, prostredníctvom ktorej sa uskutočňuje predaj finančného nástroja jeho klientom. Jedným z rozhodujúcich faktorov kvalitne identifikovaného cieľového trhu na úrovni distribútora sú teda opäť veľmi cenné informácie vyplývajúce z dobre implementovaného konceptu „poznaj svojho klienta“. Aj keď identifikácia cieľového trhu, resp. naplnenie požiadaviek na riadenie produktov, nenahrádza povinnosť uskutočniť posúdenie vhodnosti vo vzťahu k relevantným investičným službám, medzi týmito dvoma povinnosťami existuje korelácia, ktorá umožňuje regulovanému subjektu, a to najmä tomu, ktorý sa nachádza v pozícii distribútora, vytvoriť si a udržiavať dôsledný obraz súvzťažnosti finančných nástrojov s klientmi. A preto, ak regulovaný subjekt správne implementuje procesy napĺňajúce tieto požiadavky, očakávanie, že regulovaný subjekt posilní svoju schopnosť konať v najlepšom záujme svojich klientov, získava reálnu podobu.

OBCHODNÁ DOKUMENTÁCIA

Požiadavky na uchovávanie záznamov o všetkých investičných službách, investičných činnostiach a vedľajších službách a vykonaných transakciách predstavujú v režime MiFID II zintenzívnenie požiadaviek na vedenie obchodnej dokumentácie regulovaného subjektu. Podľa § 75 ods. 2 zákona o cenných papieroch *tieto záznamy zahŕňajú aj záznamy telefonických rozhovorov a elektronickej komunikácie, ktoré sa týkajú minimálne transakcií uzatvorených pri obchodovaní na vlastný účet a poskytovania služieb, ktoré sa týkajú pokynov klientov, súvisiacich s prijímaním, odosielaním a vykonávaním pokynov klientov.* Dôležitým aspektom týchto požiadaviek je skutočnosť, že *takéto záznamy zahŕňajú aj tie, ktoré sa uskutočňujú so zámerom vyústiť do transakcií uzavretých pri obchodovaní na vlastný účet alebo do poskytnutia služieb, ktoré sa týkajú pokynov klientov, súvisiacich s prijímaním, zasielaním a vykonávaním pokynov klientov, a to aj v prípade, ak tieto konverzácie alebo táto komunikácia nevedú k uzavretiu takýchto transakcií alebo*

k poskytnutiu služieb týkajúcich sa pokynov klientov. Predpokladom naplnenia týchto požiadaviek je existencia takých komunikačných zariadení (hardvérové a softvérové vybavenie), ktorých kapacita je na predmetné účely vhodná a regulovaný subjekt má nad nimi kontrolu. O skutočnosti, že telefonický rozhovor sa nahráva, je regulovaný subjekt povinný informovať nového alebo existujúceho klienta ešte predtým, ako sú klientovi poskytnuté predmetné investičné služby a činnosti. Takéto informovanie má obsahovať aj oboznámenie klienta s tým, že kópia záznamu rozhovorov bude klientovi dostupná na požiadanie počas obdobia najmenej piatich rokov. Takéto upozornenie je relevantné aj v prípade zaznamenávania elektronickej komunikácie. V súvislosti s vyhotovovaním záznamov z osobných stretnutí s klientom vymedzuje delegované nariadenie v čl. 76 minimálny rozsah informácií, ktoré sa majú zaznamenať. Požiadavkou podľa toho istého článku delegovaného nariadenia je, že *záznamy sa uchovávajú na trvanlivom médiu, ktoré umožňuje ich prehrávanie alebo kopírovanie, a musia sa uchovávať vo formáte, ktorý neumožňuje úpravu ani vymazanie pôvodného záznamu.*

ZÁVER

Požiadavky kladené na regulované subjekty v súvislosti s vykonávaním ich činností, ktoré prináša MiFID II, sú v porovnaní s predchádzajúcou právnou úpravou komplexnejšie, čo má za následok aj vynaloženie dodatočných finančných prostriedkov tak do procesnej, ako aj do technickej stránky činnosti regulovaných subjektov. Nájdenie optimálneho riešenia, ktoré by zodpovedalo zákonným požiadavkám a zároveň by zohľadňovalo štruktúru konkrétneho obchodného modelu, je individuálnou výzvou každého regulovaného subjektu. Očakávaným výsledkom je „zvýšenie latky“, čo zabezpečí v rovine regulovaného subjektu dôslednejší prehľad o vlastnej činnosti, a tým aj priestor na jej samotné zefektívnenie. Pridanou hodnotou vo väzbe na klientov vyplývajúcou z úspešnej implementácie požiadaviek MiFID II môže byť aj skvalitnenie vzájomných vzťahov, a tak dlhodobo žiadané zvýšenie dôvery klientov v kapitálový trh. Tam, kde sa zvýši informovanosť klientov o relevantných skutočnostiach týkajúcich sa investovania, primárne sa zvýši aj ich pasívna ochrana.